Санкт-Петербургский государственный университет  
Экономический факультет

Кафедра экономики предприятия и предпринимательства

**ЧАЙКА Матвей Сергеевич**

**Выпускная квалификационная работа**

**СЛИЯНИЯ И ПОГЛОЩЕНИЯ КАК СТРАТЕГИЯ УПРАВЛЕНИЯ СТОИМОСТЬЮ КОМПАНИИ**

Направление 38.03.01 «Экономика»

Основная образовательная программа бакалавриата

«Экономика»

Профиль «Экономика фирмы и управление инновациями»

Научный руководитель:

Доцент, к.э.н. Ценжарик М.К.

\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_/ /

Рецензент:

К.э.н. Сергеев А. И.

\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_/ /

Санкт-Петербург  
2020

СОДЕРЖАНИЕ

**ВВЕДЕНИЕ3**

**Глава 1 ФОРМИРОВАНИЕ И ОПИСАНИЕ ЦИКЛА УПРАВЛЕНИЯ СТОИМСОТЬЮ КОМПАНИИ4**

1.1 Описание концепции управления стоимостью компании4

1.2 Анализ цикличных концепций управления стоимостью компании6

1.3 Формирование альтернативного цикла управления стоимостью компании8

1.4 Пошаговое описание альтернативной системы управления стоимостью компании9

* + 1. Оценка текущей стоимости компании9
    2. Описание драйверов роста и анализ чувствительности13
    3. Определение целей и описание принципов целеполагания15глава
    4. Разработка мероприятий по достижению целей16
    5. Реализация мероприятий и оценка эффективности процесса управления стоимостью20
    6. Анализ и сравнение современных моделей оценки эффективности управления стоимостью компании20
       1. Общая акционерная рентабельность21
       2. Рыночная добавленная стоимость21
       3. Модель остаточной прибыли23
       4. Экономическая добавленная стоимость23
       5. Добавленная акционерная стоимость25
       6. Денежная добавленная стоимость25
       7. Рентабельность инвестиций на основе потока денежных средств26

**Глава 2 ОСОБЕННОСТИ ПЕРВОГО ЦИКЛА ПРОЦЕССА УПРАВЛЕНИЯ СТОИМОСТЬЮ КОМПАНИИ31**

2.1 Мотивационная система менеджмента и центры принятия управленческих решений31

2.2 Новые каналы взаимодействия с акционерами32

**Глава 3** **СДЕЛКИ M&A В КОНЦЕПЦИИ УПРАВЛЕНИЯ СТОИМОСТЬЮ КОМПАНИИ**…………………………………………………………………………………..**34**

3.1 Оценка компании NVIDIA………………………………………………………………37

3.2 Сделка NVIDIA и Mellanox………………………………………………………….......41

3.3 План интеграции NVIDIA и Mellanox………………………………………………….44

3.4 Оценка синергического эффекта………………………………………………………..49

**ЗАКЛЮЧЕНИЕ**57

### ВВЕДЕНИЕ

Современный рынок корпоративного контроля постоянно пополняется новыми научными теориями и методологиями управления стоимостью компании. Это влечёт за собой необходимость проведения структурного анализа текущей ситуации и построения грамотной методологии для принятия стратегических решений на этом рынке. В данной работе отдельное внимание будет уделено реструктуризации, сделкам слияний и поглощений для целей управления стоимостью компании.

**Цель работы** – разработать систему управления стоимостью компании за счёт механизма сделок слияния и поглощения.

Для достижения данной цели мы поставили перед собой совокупность **задач**:

1. Дать определение концепции Value Based Management (VBM);
2. Проанализировать актуальные модели управления стоимостью компании и выявить их проблемы;
3. Смоделировать общий цикл управления стоимостью компании;
4. Выделить ключевые драйверы роста стоимости компании за счёт сделок слияния и поглощения;
5. Проанализировать и сравнить современные моделей оценки эффективности управления стоимостью компании;
6. Структурировать и описать процесс интеграции компаний в результате сделок M&A;
7. Провести оценку синергического эффекта в результате сделки M&A;
8. Сформулировать принципы стратегии управления стоимостью компании за счёт сделок сияния и поглощения.

Решение данных задач позволит целостно взглянуть на процесс управления стоимостью компании и выявить стратегию принятия решений для приумножения ценности компании для акционеров посредством соверщения сделок на рынке корпоративного контроля.

**Объект исследования:** концепция VBM в современном корпоративном управлении.

**Предмет исследования:** стратегическая модель управления стоимостью компании за счёт сделок слияния и поглощения.

**Структура работы.** В соответствии с логикой поставленных задач исследование курсовой работы состоит из введения, трёх глав и заключения, в котором отражены основные выводы.

В *первой главе* рассмотрены теоретические аспекты концепции VBM, предложен и описан альтернативный цикл управления стоимостью компании и выделены ключевые драйверы роста стоимости компании.

Во *второй главе* нами проанализированы ключевые особенности первого цикла управления стоимостью компании, когда происходит постепенная интеграция новой системы мотивации персонала и разрабатываются каналы взаимодействия с акционерами.

В *третьей главе* мы рассмотрели предложенную модель на конкретной сделке поглощения. Провели оценку компании NVIDIA до сделки поглощения и после. Оценили синергический эффект и сформулировали принципы проведения сделок слияния и поглощения для увеличения стоимости бизнеса.

### Глава 1

### ФОРМИРОВАНИЕ И ОПИСАНИЕ ЦИКЛА УПРАВЛЕНИЯ СТОИМОСТЬЮ КОМПАНИИ

Описание концепции управления стоимостью компании

**Управление, основанное на стоимости** (VBM, value based management) – это общий термин, обозначающий ряд инструментов управления, используемых с целью совершенствования деятельности компании и повышения её акционерной стоимости. В рамках концепции VBM речь в первую очередь идёт не о рыночной стоимости компании, где имеют место ожидания инвесторов и многие макроэкономические факторы. Речь идёт о так называемой внутренней (фундаментальной) стоимости компании, которую как раз напрямую не видно на открытом рынке. Управляя именно этой стоимостью (базирующейся на рассмотренных далее моделях) менеджеры способны потянуть вслед за ней и рыночную стоимость.

Стоит понимать, что концепция управления стоимостью компании подразумевает управление не самой стоимостью, а реализацию управления фирмой, воздействуя на её ключевые факторы роста с целью максимизации будущей стоимости бизнеса. Под факторами роста мы будем понимать, как внутренние, таки внешние факторы, которые напрямую могут оказывать влияние на принятие решений топ-менеджмента, нацеленного на преумножение стоимости компании. Итак, важнейшим аспектом управления стоимостью компании является определение ключевых факторов. Ключевые факторы в свою очередь могут быть определены на нескольких уровнях фирмы различным образом:

А) Общий уровень:

На данном уровне факторы воздействия определяются топ-менеджментом однозначно и глобально – это могут быть показатели чистой операционной маржи, возврата капитала и так далее.

Б) Уровень отдела:

Переменные на данном уровне задаются в контексте каждого отдела. Так, например, для отдела маркетинга основной целью будет разработка креативных и стратегических маркетинговых и рекламных планов.

На принятие решений менеджеров на разных уровнях будут оказывать влияние как внутренние, так и внешние факторы среды (контекст). Далее в нашей работе речь пойдёт об управлении именно внутренними факторами, но стоит понимать, что для принятия решений относительно факторов внутренней среды нужно учитывать контекст происходящего вокруг и ориентироваться на глобальные внешние сдвиги конъюнктуры той или иной отрасли. Так же стоит отметить, что в соответствии со спецификой отрасли бизнеса – ключевые рычаги “управления стоимостью” будут лежать в пределах областей на которых сконцентрировано большее внимание топ-менеджеров. Так, например, в клиентоориентированном бизнесе большинство факторов роста будет находиться в области обслуживания клиентов, учёта их пожеланий, целей и стимулов, в нефтяной или строительной отраслях – в области работы и подбора поставщиков/партнёров и т.д.

Всё описанное выше должно быть принято во внимание менеджеров в процессе управления компанией с целью повышения её стоимости для акционеров.

Если более широко взглянуть на термин управления стоимостью компании, то это уже не просто набор методов управления компанией с целью максимизации её стоимости, это философия топ-менеджмента, которая пронизывает компанию, начиная от её стратегических целей и заканчивая решениями, принимаемыми на уровне младшего менеджмента. В данной работе особое внимание будет уделяться личности менеджера, ориентированного на стоимость. Это делается для того, чтобы понимать, как с практической точки зрения притворяются в жизнь теоретические концепции управления компанией с прицелом на её стоимость.

Для начала, если простыми словами представить процесс управления стоимостью компании, то это стратегия принятия решений, целью которых является максимизация будущих денежных потоков. Иными словами, повышение стоимости компании гарантировано при соблюдении условия превышения суммы будущих денежных потоков над всем инвестированным капиталом. По версии Коупленда превращение в менеджера, ориентированного на стоимость требует совершенно иного мышления, отличного от того, какое присуще нынче множеству менеджеров. Автор утверждает, что ему [менеджеру] необходимо сменить приоритеты и сосредоточиться на долгосрочных денежных потоках, а не на ежеквартальных изменениях прибыли на акцию. Кроме того, нужно научиться беспристрастно, исходя из стоимостных показателей, оценивать результаты деятельности корпорации и видеть в ее предприятиях именно то, что они представляют собой на самом деле — инвестиции в производственные мощности, которые либо дают прибыль сверх альтернативных издержек привлечения капитала, либо не дают.[[1]](#footnote-1)

Так как нами была затронута концепция долгосрочных денежных потоков, то стоит отметить, что ключевыми решениями, принимаемыми в рамках концепции VBM, будут стратегические решения. Определение стратегических целей и постановка соответствующих среднесрочных и краткосрочных задач перед исполняющими менеджерами и есть краткое представление концепции управления стоимостью компании.

Анализ цикличных концепций управления стоимостью компании

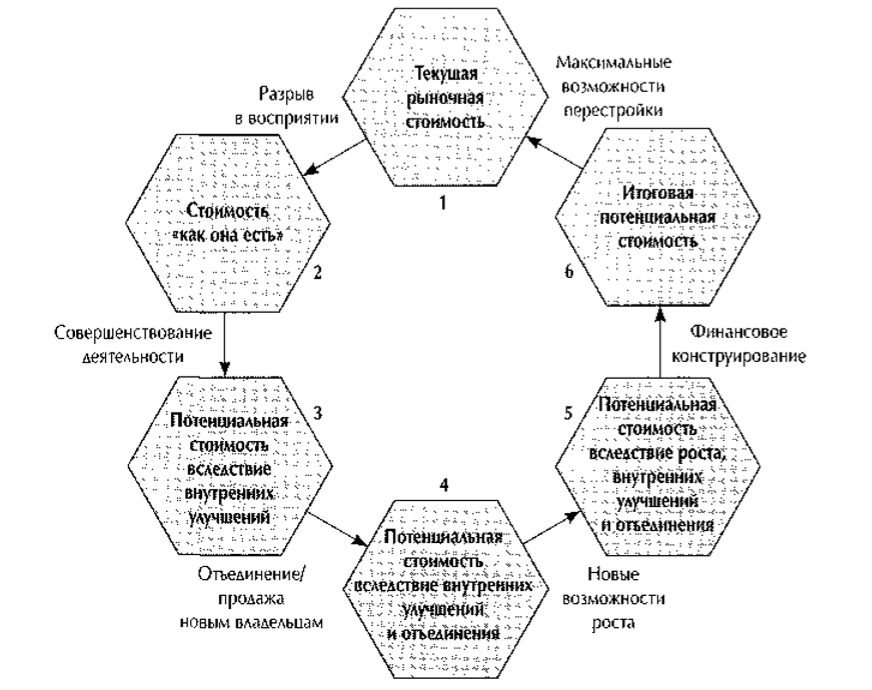
Стоит более подробно разобраться в поэтапном представлении процесса управления стоимостью компании. В рамках анализа актуальной научной литературы на данную тематику нами была рассмотрена гексаграмма структурной перестройки Коупленда (рис. 1). Автор предлагает начать с оценки **текущей стоимости компании**. Затем необходимо оценить стоимость предприятия **«как она есть»** (т. е. в нынешнем состоянии), их **потенциальную стоимость вследствие внутренних улучшений**; **внешнюю «продажную» стоимость предприятия**, перспективы роста и возможности наращивания стоимости посредством финансового конструирования. Все эти оценки затем следовало соотнести со стоимостью компании на фондовом рынке, дабы оценить потенциальную выгоду для акционеров от произведённых преобразований. Такое сравнение позволило бы также выявить разрыв между инвесторами и менеджерами в восприятии будущих перспектив бизнеса. По завершении анализа у менеджера, ориентированного на стоимость, должно сложиться целостное, подкрепленное фактами понимание того, в каком состоянии находится деловой портфель корпорации и какими возможностями наращивания стоимости она располагает.

Рисунок 1. Гексаграмма структурной перекройки.

Источник: Коупленд Том, Коллер Тим, Муррин Джек. Стоимость компаний: оценка и управление. Перевод с англ. – М.: ЗАО «Олимп-Бизнес», 2001.

Ивашковская предложила пентаграмму управления стоимостью акционерного капитала[[2]](#footnote-2) (рис. 2). В предложенной модели первый элемент — это перестройка стратегического планирования в терминах стоимости компании. Второй элемент – оперативное планирование создания стоимости, что подразумевает внедрение стоимостных показателей на корпоративном уровне, которые будут находиться в поле зрения нижних уровней управления. Третий элемент – мониторинг ведущими факторами стоимости для своевременного выявления и реагирования на «разрушителей стоимости». Четвертый – модернизация системы мотивации для закрепления концепции приращения стоимости компании на всех уровнях менеджмента. Пятый элемент пентаграммы – система коммуникаций с инвесторами, здесь Ивашковская предлагает создание прозрачной системы информирования инвесторов о политике компании, проводимой с целью максимизации её стоимости. Последний элемент был рассмотрен Колином Клаббом, в своём труде он предложил расширить существующую финансовую отчетность за счет включения в нее отчета о доходах акционеров, что приведет к тому, что управление предприятием будет больше сосредоточено на создании корпоративной стоимости, а не на традиционной бухгалтерской рентабельности[[3]](#footnote-3).

Рисунок 2. Пентаграмма управления стоимостью акционерного капитала

Источник: Ивашковская И.В. Управление стоимостью компании: вызовы российскому менеджменту // Российский журнал менеджмента. 2004. № 4.

Формирование альтернативной концепции управления стоимостью компании

Нами будет предложена альтернативная замкнутая цепь процесса управления стоимостью компании (рис. 3). Так как проделанный анализ позволил заключить, что процесс управления стоимостью компании – это не одноразовый комплекс мероприятий, а постоянный, циклично повторяющийся непрерывный процесс, который реализуется на всех этапах принятия управленческих решений.

Стоит отметить, что ранее рассмотренная пентаграмма Ивашковской полезна с точки зрения рассмотрения первого круга цикла, на котором действующая концепция компании будет перестраиваться под концепцию управления стоимостью компании.

Реализация мероприятий

Оценка текущей стоимости компании

Анализ чувствительности

Постановка целей

Разработка мероприятий по достижению целей

Рисунок 3. Цепь процесса управления стоимостью компании

Источник: составлено автором

Предложенный цикл – это универсальный сценарий управления стоимостью компании, когда сама концепция уже устоялась и прижилась на фирме. Однако первый круг цикла должен помимо всех указанных на рисунке 3 этапов содержать промежуточные процедуры создания системы мотивации и вознаграждения персонала, увязанные со стоимостью компании и разработку прозрачной системы информирования акционеров о текущем положении дел и перспективах, способных напрямую отразиться на стоимости компании.

Реализация мероприятий

Оценка текущей стоимости компании

Анализ чувствительности

Постановка целей

Разработка мероприятий по достижению целей

Создание системы мотивации и вознаграждения

Формирование новых каналов взаимодействия с акционерами

Рисунок 4. Цепь процесса управления стоимостью компании на первом кругу цикла

Источник: составлено автором

Пошаговое описание альтернативной концепции управления стоимостью компании

Сначала нами будет рассмотрен “универсальный сценарий”, а потом мы плавно перейдём к концепции мотивации и вознаграждения, которая плотно будет связана с различными факторами стоимости компании, которые требуют отдельного анализа. Также нами будет предложена своя концепция повышения информационной прозрачности компании для акционеров.

**Оценка текущей стоимости компании**

Итак, первым блоком является **оценка текущей стоимости компании**. Данный этап является основополагающим в любом процессе управления стоимостью компании. Стоимость компании – это лучшая оценка результатов ее деятельности, потому что содержит полную информацию о ней. Невозможно принимать правильные решения, не обладая всей полнотой информации, и ни один другой показатель результатов деятельности не содержит столь полной информации, как стоимость. Современные методы управления стоимостью тесно связаны с методами ее оценки. Согласно действующим Федеральным стандартам оценки РФ существуют три подхода к оценке стоимости бизнеса: доходный, затратный и сравнительный.

1. Затратный подход (оценка стоимости чистых активов);
2. Сравнительный подход (метод аналогов);
3. Доходный подход.

Фадейкина утверждает, что оценка стоимости чистых активов оперирует точными историческими данными, но не гарантирует полноценной оценки справедливой стоимости компании, поскольку исторические затраты не позволяют создать полную картину будущих доходов. Метод аналогов так же базируется на достаточно точных данных о сходных компаниях или сделках, но, опять же, не может служить базой для точного определения стоимости компаний, поскольку практически невозможно найти полностью идентичные компании или полностью идентичные сделки с их продажей. Доходный подход, напротив, дает верное представление о стоимости компании, однако строится на прогнозных данных и потому содержит значительную долю неопределенности[[4]](#footnote-4).

Для управления рыночной стоимостью компании в качестве базы интерес вызывает только доходный подход к оценке компании, который основывается на ожидании того, что будет получена определенная величина чистой прибыли и именно оценка бизнеса на основе доходного подхода используется при управлении компанией по методу VBM.

Так как данный подход основывается на прогнозных данных, то мы должны понимать: что это за данные и как как их прогнозировать. Существует три объекта прогноза в рамках данного метода – это будущие дивиденды, операционные денежные потоки и свободные денежные потоки. Если с первым объектом всё понятно, то оставшиеся два требуют дальнейшего пояснения. ***Операционный денежный поток*** – это поток денежных средств от операционной деятельности, который учитывает выручку от реализации товара, процентные выплаты по долговым обязательствам и другие расходы. ***Свободный (бездолговой) денежный поток*** – это поток денежных средств, который не включает в себя движение заёмных средств.

*Прогноз будущих дивидендов* обычно используется в тех случаях, когда оценивается компания, регулярно выплачивающая дивиденды. При этом сам прогноз осуществляется на основе прогноза прибыли компании на один или несколько периодов с дисконтированием по формуле пожизненной ренты.

*Прогноз операционных денежных потоков* выполняется на основании финансовой отчётности по следующему алгоритму: Прибыль до налогообложения + Проценты + Амортизация – Налог на прибыль – Суммы произведённых капитальных вложений. Стоимость компании рассчитывается как сумма дисконтированных операционных денежных потоков за вычетом стоимости её долга. Ставка дисконтирования берётся как средневзвешенная стоимость капитала (WACC – Weighted Average Cost of Capital), которая учитывает стоимость привлечения компанией всех видов финансирования:

*,*

где – доля собственного капитала; – норма доходности на собственный капитал; – доля заёмного капитала; – ставка по кредиту. На практике чаще встречается такая ситуация, что компания может использовать несколько источников заёмных средств и эти займы имеют разную стоимость, то расчёт средневзвешенной стоимости капитала примет вид:

*.*

Третий вариант расчета по методу дисконтирования денежных потоков основывается на прогнозе свободных денежных потоков, отличающемся от предыдущего метода тем, что выплаты долгов и процентов по ним, как и привлечение новых заемных средств, учитываются в прогнозе денежных потоков. Свободные денежные потоки представляют собой потенциальные выплаты акционерам, в связи с чем они дисконтируются не по ставке средневзвешенной стоимости капитала, а по ставке стоимости акционерного капитала компании. Стоимость компании определяется как сумма свободных денежных потоков, дисконтированных по ставке средневзвешенной стоимости акционерного капитала компании.

Пользуясь доходным подходом, перед нами встают две важные проблемы: правильное определение прогнозного периода и ставки дисконтирования.

Первую проблему решают путём принятия периода прогноза как максимального интервала, в течении которого оценщик может составить прогноз с приемлемой степенью вероятности.

Вторая же проблема может быть решена при помощи *модели кумулятивного построения.* В соответствии с этой моделью ставка дисконтирования рассчитывается путём прибавления к безрисковой ставке поправок (по экспертным оценкам) на качество управления, её размер, финансовую структуру, диверсификацию клиентов компании, уровень рентабельности и пр. Данный метод применим на рынках с неразвитым фондовым рынком, так как здесь не требуется рассчитывать коэффициент , речь о котором пойдёт дальше.

Так же можно воспользоваться моделью оценки капитальных активов (CAPM – Capital Assets Pricing Model), в соответствии с которой ставка дисконтирования определяется следующим образом[[5]](#footnote-5):

где R – требуемая инвесторами ставка дохода на собственный капитал; Rf – безрисковая ставка дохода; Rm – общая доходность рынка в целом; (Rm – Rf) – рыночная (рисковая) премия; – мера систематического риска, связанного с макроэкономическими и политическими процессами, происходящими в стране; S1 – премия за риск, обусловленный размером компании; S2 – премия за риск, характерный для отдельной компании; C – риск инвестиции в конкретную страну.

Коэффициент представляет собой величину рыночного риска, рассчитываемого на основе взаимосвязи фактической доходности ценных бумаг и фактической рыночной доходности. Каждый вид ценных бумаг имеет собственный коэффициент , представляющий собой индекс доходности данного актива по отношению к доходности рынка ценных бумаг в целом. На Западе значение этого коэффициента определяют по статистическим данным для каждой компании, котирующей свои ценные бумаги на бирже, и публикуют в специальных справочниках.

В мировой практике метод дисконтированных денежных потоков используется чаще других, он точнее определяет рыночную цену предприятия, в наибольшей степени интересует инвестора, так как с помощью этого метода оценщик получает в итоге ту сумму, которую инвестор будет готов заплатить, с учетом будущих ожиданий от бизнеса, а также с учетом текущей ставки дохода на инвестиции в этот бизнес. Таким образом, будет рассмотрен только метод дисконтированных денежных потоков как наиболее применимый к оценке стоимости компании.

**Описание драйверов роста и анализ чувствительности**

Следующим этапом цикла управления стоимостью компании будет **выявление ключевых факторов, влияющих на конечную стоимость компании**. Данная процедура будет проводиться при помощи **метода анализа чувствительности**, который позволит составить ранжированный список факторов (от самых влияющих до менее влияющих).

Анализ чувствительности проекта помогает выявить наиболее критичные составляющие, которые имеют в наибольшей степени влияние на стоимость компании. Помимо этого, процедура позволяет выстроить последовательность процессов приращения стоимости компании. Анализ чувствительности проводится в несколько этапов:

1. Выбирается показатель, относительно которого будут вестись расчеты. Нами будет выбрана категория рыночной стоимости компании.
2. Далее определяются группы рассматриваемых факторов. В рамках концепции управления стоимостью компании мы считаем правильным исключить из анализа внешние факторы, воздействующие на стоимость компании, так как они не поддаются управлению (только если не рассматривать их с позиции управления рисками). Например, выделим группы факторов по принципу ключевых направлений деятельности компании:
   * + 1. Финансы (структура капитала, риски)
       2. Маркетинг (оборот, затраты на рекламу и т.д.)
       3. Производство (общие затраты, маржинальная прибыль, оборачиваемость активов)
       4. Исследования и разработки (затраты на НИОКР)
3. После проводится сам анализ путём изменения каждого выделенного фактора в рамках каждой группы на 1% и исследуется соответствующее изменение целевого показателя – рыночной стоимости компании. Влияния факторов могут исследоваться как по отдельности, так и в определённых экспертами совокупностях.
4. Результатом анализа будет является ранжированный по степени важности список рассмотренных факторов или групп факторов. Степень важности будет тем выше, чем значительнее реакция целевого показателя на изменения фактора (группы факторов) на 1%.

Существует достаточно много факторов, влияющих на конечную стоимость компании. Более того эти факторы могут иметь специфический или отраслевой характер в зависимости от рассматриваемого бизнеса. Для конкретности в нашей работе мы рассмотрим несколько универсальных факторов, которые мы считаем центральными в вопросе управления будущей стоимостью компании за счёт увеличения денежных потоков и снижения уровня риска[[6]](#footnote-6).

1. **Управление источниками финансирования**

От части доступ компании к тому или иному виду капитала ограничен её размером – чем меньше компания, тем более ограничен для неё доступ к заёмному или акционерному капиталу. Следовательно, вопрос управления источниками финансирования косвенно затрагивает тему наращивания масштабов бизнеса. Но помимо этого менеджмент должен быть сконцентрирован на оптимизации стоимости использования капитала. С этой целью менеджер может управлять условиями привлечения действующих средств, постоянно анализировать и оптимизировать структуру капитала предприятия.

1. **Клиентская и партнёрская базы**

Главным аспектом управления в данном вопросе является уровень диверсификации как клиентов, так и партнёров. Тесное, пусть и успешное, взаимодействие бизнеса только с рядом крупных партнёров или клиентов ведёт к тому, что действующий успех бизнеса становится зависимым от положения этих клиентов или партнёров. Цель менеджеров минимизировать риск потери больших источников дохода путём диверсификации клиентской и партнёрской баз.

1. **Эффект масштаба**

Эффект масштаба достигается путём увеличения объёма производства предприятия, в следствии чего снижаются затраты на единицу продукции. Задача менеджеров в плане управления эффектом масштаба, постоянно искать возможности дополнительной или большей экономии от масштаба.

1. **Управление персоналом**

Данныйдостаточно широкийаспект управления компанией не должен быть упущен из виду. Ключевые элементы, которые влияют на стоимость компании: эффективность работы персонала, корпоративная культура, план преемственности руководства, работа с ключевыми лицами компании. Все эти факторы не должны быть упущены из виду менеджеров.

1. **Внешняя рыночная среда**

На любой бизнес влияют экономические и отраслевые тенденции. Руководство должно постоянно следить за факторами внешней среды и вовремя реагировать на замеченные явления. Понимание отрасли управляющими менеджерами также важно для того, чтобы знать, как и в какой степени те или иные макроэкономические изменения повлияют на работу в отрасли присутствия бизнеса.

1. **Маркетинговое управление**

Построение маркетинговой стратегии во многих случаях является ключевым драйвером роста стоимости компании. Менеджеры по маркетингу должны постоянно заниматься вопросами построения имиджа компании, оценивать эффективность действующих инструментов продвижения, разрабатывать рекламную компанию, стратегию управления брендом и так далее.

1. **Исследования и разработки**

Наиболее рискованным и капиталоёмким драйвером роста стоимости компании, по нашему мнению, является R&D (Research & Developmen). Рычагами управления и контроля данного процесса для менеджера могу послужить: регулирование объёмов средств, выделяемых для проведения R&D, постоянный мониторинг и реагирование на надвигающиеся технологические изменения. Рискованность данного драйвера стоимости оправдывается результатами, которые компания может получить в случае успешности работы её команды исследователей и разработчиков.

Для успешного управления стоимостью компании стоит постоянно оценивать и работать в направлении выделенных ключевых драйверов. Для каждой компании существует свой уникальный набор этих драйверов и соответствующих рычагов управления. Главная задача топ-менеджмента – правильно сориентироваться в выборе ключевых рычагов воздействия на стоимость и выстроить грамотную систему управления ими.

**Определение целей и описание принципов целеполагания**

Следующим этапом процесса управления, является **постановка целей**. Без правильных поставленных целей невозможно разработать мероприятия для их достижения, тем самым невозможно будет правильно управлять стоимостью компании. Можно сказать, что для грамотного построения целей нами был предпринят предыдущий шаг, который позволит нам сконцентрировать внимание на необходимых элементах стоимости компании. Но одной приоритизации факторов, создающих стоимость, недостаточно. Мы считаем, что в рамках управления стоимостью бизнеса, да и в принципе в процессе реализации любого проекта необходимо грамотно подходить к формулированию целей. Данная мера является ключевой в достижении результата. Одним из самых признанных принципов целеполагания является **SMART** (Specific, Measurable, Achievable, Relevant, Time-bound). Согласно принципу SMART, цели должны быть:

**S – Specific, конкретные** – то есть цель должна содержать результат, которого мы хотим достичь в результате выполнения задач.

**M – Measurable, измеримые** – в цели должен быть задан критерий (индикатор), который позволит отследить прогресс достижения цели.

**A – Achievable, достижимые** – цели должны быть реальны в своём воплощении с учётом имеющихся ограничений. В данном случае важен опыт менеджера, который отвечает за формулирование цели и постановки задачи.

**R – Relevant, значимые** – цель должна определять, какой вклад достижение данной цели внесёт в достижение глобальных стратегических задач (в нашем случае, как достижение той или иной цели повлияет на конечную стоимость компании).

**T – Time-bound, ограниченные по времени** – для достижения цели должен быть отведён конкретный отрезок времени, иначе ранее рассмотренный цикл зависнет на первом круге в фазе, следующей за постановкой целей.

Так же для постановки цели существуют методы «GROW» (Goal, Reality, Options, What), «5М» (Machinery, Manpower, Materials, Methods, Money) и другие.

**Разработка мероприятий по достижению целей**

Следующим шагом нами определён процесс **разработки и описания мероприятий**, которые обеспечат достижение сформулированных целей. По нашему мнению, данные мероприятия глобально можно разделить на две группы:

1. Контурные мероприятия
2. Структурные мероприятия

Первая группа мероприятий направлена на управление и приумножение действующих активов, диверсификацию бизнеса за счёт своих собственных сил (без проведения сделок слияний и поглощений). Другими словами, **контурные мероприятия** – это мероприятия, проводимые топ менеджерами с целью обеспечения гармоничного естественного роста бизнеса. К **структурным мероприятиям** мы относим реструктуризацию, сделки слияний и поглощений.

Вторая группа мероприятий более интересна нам с точки зрения анализа, так как нами были выявлены тенденции развития современного рынка слияний и поглощений.

Во-первых, в процессы интеграции бизнеса активно начали включатся *развивающиеся страны,* главным мотивом которых является приобретение доступа к высокотехнологичному производству. Низкие издержки позволяют им компенсировать отставание по технологической составляющей и успешно конкурировать в новой экономической среде. Во-вторых, была замечена тенденция к росту доли сделок M&A, *осуществленных в финансовом секторе*.

Ниже представлена общая динамика на рынке слияний и поглощений (рис.4).

Рисунок 5. Динамика рынка слияний и поглощений

Источник: составлено автором

Согласно данным Bureau van Dijk (Moody’s Analytics), глобальный объем и количество сделок слияний и поглощений в 2017 году снизились. Всего в 2017 году было заключено 96 082 сделок на общую сумму 4,741 трлн. долларов США. Это на 8% ниже количества сделок M&A осуществленных в 2016 году (104 559 сделки) и на 3% ниже, чем в 2016 году по объему сделок M&A (4,893 трлн. долларов США).

Следует отметить, что снижение активности на рынке M&A началось с 2015 года. В то же время, некоторые регионы показали восстановление в 2017 году, среди них Западная Европа (рост на 6%, с 1,138 трлн. долларов США до 1,282 трлн. долларов США) и регион Восточной и Центральной Азии (с 1,250 трлн. долларов США в 2016 году до 1,275 трлн. долларов в 2017 году).

Что касается роста значимости компаний развивающихся стран на рынке M&A, то их доля с каждым годом растёт. Так, например, по результатам [юридической компании Baker McKenzie, в странах Латинской Америки в течении 2017 года наблюдается рост активности в сфере слияний и поглощений: общая стоимость сделок выросла до 94 млрд. долл. США в 2017 году по сравнению с 76 млрд. долл. США в 2016 году. Высокий потенциал развития дальнейших интеграционных процессов наблюдается со стороны Мексики по отношению к США. Так же восстановление экономики Бразилии должны поспособствовать ускорению роста экономической активности на рынке M&A. По прогнозам Baker McKenzie общий объём слияний и поглощений достигнет своего пика в данном регионе к 2019 году и будет составлять 134 млрд. долл. США.](https://www.bakermckenzie.com/en/newsroom/2018/03/baker-mckenzie-opens-los-angeles-office)

[Так же стоит обратить внимание на общую структуру по объёму и количеству сделок по странам (рис. 5 и 6).](https://www.bakermckenzie.com/en/newsroom/2018/03/baker-mckenzie-opens-los-angeles-office)

[Рисунок 6. Структура рынка M&A по объёму сделок в 2017 году](https://www.bakermckenzie.com/en/newsroom/2018/03/baker-mckenzie-opens-los-angeles-office)

[Источник: составлено автором](https://www.bakermckenzie.com/en/newsroom/2018/03/baker-mckenzie-opens-los-angeles-office)

Рисунок 7. Структура рынка M&A по количеству сделок в 2017 году

Источник: составлено автором

Из диаграмм видно, что значительную долю занимают “другие страны” в которые по большей мере и входят рассматриваемые нами развивающиеся сраны.

Следующая тенденция заключается в ускоренном росте объёмов рынка M&A среди финансовых структур. Действительно, современное состояние банковского сектора характеризуется высоким уровнем конкуренции, процессами концентрации и централизации банковского капитала, а также глобализации и интеграции в финансовой сфере. В современных условиях сделки слияния и поглощения являются наиболее перспективными направлениями развития кредитных организаций. Слияние банков позволит достичь различных конкурентных преимуществ: нарастить капитал, повысить финансовые результаты деятельности, расширить клиентскую базу и географию присутствия, сократить расходы на управление. В подтверждение вышесказанного стоит сказать, что в России политика Центрального Банка направлена в первую очередь на стимулирование сделок по слиянию и поглощению кредитных организаций с целью повышения надежности всей банковской системы. Низкий уровень капитализации российских банков обусловливает уязвимость всей банковской системы в зависимости от колебаний макроэкономических условий, в которых функционирует банковский сектор, в результате чего он подвержен всевозможным рискам[[7]](#footnote-7).

По итогам сделанного анализа нами было принять решение углубиться в исследование процессов слияний и поглощений, как стратегии управления стоимостью компании.

**Реализация мероприятий и оценка эффективности процесса управления стоимостью**

Заключительным этапом нашего цикла управления стоимостью является **реализация разработанных мероприятий и оценка их эффективности**. Реализация разработанных мероприятий не является областью исследования данного научного труда. Оценка эффективности же плотно коррелирует с вопросом построения системы мотивации, завязанной на управлении стоимостью компании. Данные вопросы будут рассмотрены нами далее.

**Анализ и сравнение современных моделей оценки эффективности управления стоимостью компании**

Для того чтобы топ-менеджмент имел возможность реально управлять стоимостью и интегрировать в фирму грамотную систему мотивации необходим стоимостной показатель на уровне всей фирмы. Данный показатель выбирается финансовым аналитиком компании, на основании личного опыта и профессиональных знаний, но тенденции демонстрируют, что в последнее время это решение перекладывается на консалтинговые и инвестиционные компании. Они же в свою очередь считают необходимым создать собственный «уникальный» показатель, который лучше других будет отражать изменение стоимости организации. Данный процесс в финансовой литературе получило название «Война метрик». Далее мы рассмотрим и систематизируем предложенные варианты расчёта эффективности процесса управления стоимостью компании.

Мы разделили рассматриваемые показатели на две группы (рис.7). Показатели первой группы рассчитываются на основе рыночных данных и показывают, произошло ли приращение стоимости за анализируемый период или нет. Они применимы только для оценки эффективности управления стоимостью публичных компаний. К данной группе показателей относятся: общая акционерная рентабельность (TSR, total shareholder return) и рыночная добавленная стоимость (MVA, market value added). Показатели второй группы рассчитываются на базе балансовой стоимости и/или денежных потоков и также показывают, произошло ли приращение стоимости за анализируемый период или нет. К таким показателям относятся: остаточная прибыль (RI, Residual Income), экономическая добавленная стоимость (EVA, Economic Value Added), добавленная акционерная стоимость (SVA, Shareholder Value Added), денежная добавленная стоимость (CVA, Cash Value Added) и доходность инвестиций на основе денежного потока (CFROI, Cash Flow Return on Investment). Данные «метрики» имеют более широкое применение и способны анализировать приращение стоимости как публичных, так и непубличных компаний.

Применимы для оценки эффективности управления стоимостью как публичной, так и непубличной компании

Применимы только для оценки эффективности управления стоимостью публичной компании

Универсальные

Специфические

Показатели эффективности

Рисунок 8. Классификация показателей оценки эффективности управления стоимостью компании

Источник: составлено автором

TSR, MVA

RI, EVA, SVA, CVA, CFROI

1. **Общая акционерная рентабельность (TSR)**

Показатель TSR отражает совокупный доход акционеров за счёт повышения стоимости акций и выплаченных дивидендов. При этом дивиденды включат в себя не только регулярные выплаты, но и любые денежные выплаты акционерам, включая особые или единоразовые дивиденды и обратный выкуп акций. Расчётная формула:

1. **Рыночная добавленная стоимость (MVA)**

Показатель MVA позволяет определить величину превышения рыночной капитализации компании над стоимостью собственного капитала, отражённого в бухгалтерском балансе.

Рыночная балансовая стоимость может быть рассчитана, используя показатели прибыли (RI) и экономической добавленной стоимости (EVA):

https://www.cfin.ru/management/finance/valman/valuing-05.gifили https://www.cfin.ru/management/finance/valman/valuing-06.gif

С вышеупомянутыми показателями (RI и EVA) мы разберёмся чуть позже, а пока стоит отметить, что авторские права и представленные методики расчётов показателя MVA принадлежат компании «Stern Stewart & Co». В упрощённой форме данный показатель рассчитывается следующим образом:

где:

Cap – рыночная капитализация компании;

Net Asset – стоимость чистых активов (собственного капитала) по балансу компании.

Даже для публичных компаний базироваться в чистом виде на показателях TSR и MVA в целях управления стоимостью для оперативного контроля представляется невозможным, так как курс акций в краткосрочной перспективе не совпадает с фундаментальной (внутренней) стоимостью. Пол Ли в своей работе «инвесторы и долгосрочная стоимость для акционеров» приводит 4 причины, почему рыночная капитализация не всегда отражает внутреннюю стоимость компании[[8]](#footnote-8):

1. **Наличие на рынке краткосрочных инвесторов.** Краткосрочные инвесторы (спекулянты) совершают большее количество сделок на рынке и имеют большее влияние на ежедневное колебание курса акций.
2. **«Агенты, действующие от лица долгосрочных инвесторов, могут не работать на те долгосрочные перспективы, которые были бы выгодны их клиентам»** 5. Например, пенсионные фонды, нацеленные на долгосрочный период инвестирования, исползают систему мотивации управляющих, привязанную к квартальным и полугодовым показателям. Таким образом, менеджерам трудно думать о долгосрочной стоимости.
3. **Не все долгосрочные инвесторы одинаковы**. Ли приводит исследование Ш. Зара из Университета штата Джорджия. Исследования показывают, что компании, где акционеры больше сопротивляются давлению со стороны компаний, более эффективны.
4. **Большинство институциональных инвесторов имеют строгие правила при инвестировании**. Большинство крупных фондов, к примеру, ориентируются на размер компании, местонахождение, включенности в тот или иной индекс, принадлежности к отрасли и пр.

Таким образом допустима ситуация, когда компания за определенный период создает стоимость, показывая положительную экономическую прибыль (RI или EVA), а рыночная капитализация снижается, за тот же период показывая снижение стоимости. Нами делается вывод, что метрики TSR и MVA могут использоваться в системе управления стоимостью, но только как стратегические показатели стоимости на горизонте от 5 лет, когда многие спекулятивны и внешние факторы сглаживаются.

1. **Остаточная прибыль (RI)**

Модель остаточной прибыли является первой моделью, которая была разработана еще в 60-х годах 20-го века. Иногда ее еще называют модель EBO, так как значительный вклад в разработку модели внесли Эдвардс, Белл и Олсон.

Остаточная прибыль рассчитывается как разница между чистой прибылью (NI) и суммой расходов на обслуживание собственного капитала (BVE \* Re) или как разница между рентабельностью собственного капитала (ROE) и стоимостью собственного капитала (Re), умноженная на балансовое значение собственного капитала (BVE).

https://www.cfin.ru/management/finance/valman/valuing-07.gif

Положительное значение RI показывает, что менеджмент компании за анализируемый период прирастил стоимость компании для акционеров, а отрицательная величина свидетельствует о разрушении стоимости. Данный показатель достаточно “груб” в оценке приращения стоимости компании, так как в первую очередь базируется на балансовом значении собственного капитала. Данная метрика была приведена нами, как хронологически первая в группе универсальных показателей.

1. **Экономическая добавленная стоимость (EVA).**

Модель была разработана в 1991 году американской консультационной фирмой Стерн Стюарт[[9]](#footnote-9). Показатель EVA соединяет бухгалтерскую отчетность компании и требования стоимостной концепции управления, что определяет его роль в практике финансового управления.

Экономическая добавленная стоимость или экономическая прибыль рассчитывается как разница между чистой операционной прибылью после налогообложения (NOPAT) и суммой расходов на обслуживание капитала компании (IC\*WACC), или как разница между рентабельностью инвестированного капитала (ROIC) и средневзвешенной стоимостью капитала (WACC), умноженная на инвестированный капитал (IC).

https://www.cfin.ru/management/finance/valman/valuing-08.gif

Положительная величина EVA свидетельствует о приращении стоимости компании за анализируемый период, а отрицательная величина – о “разрушении” стоимости.

Анализируя формулу, можно построить логическую цепочку, что максимизация EVA возможна за счет максимизации рентабельности инвестированного капитала (повышение эффективности бизнеса), минимизации средневзвешенной стоимости капитала (снижение рисков) и максимизации инвестированного капитала (масштабируемость бизнеса).

Итак, из вышеизложенного материала следует, что ключевыми направлениями увеличения экономической добавленной стоимости являются:

* повышение рентабельности отдельных проектов и бизнеса в целом
* увеличение объемов инвестиций в те конкретные бизнес-проекты, которые, по своей сущности, повышают прибыльность инвестиционного и инновационного портфеля организации в целом
* повышение эффективности управление активами
* оптимизация структуры капитала и управления заёмными средствами фирмы

Безусловно надо понимать, что описанные выше процедуры перекликаются между собой. Например, при масштабировании бизнеса будет расти средневзвешенная стоимость капитала, так как, скорее всего, данный рост будет осуществляться за счёт заёмных средств. Поэтому важно уловить баланс между всеми проводимыми процедурами для достижения максимального результата.

1. **Добавленная акционерная стоимость (SVA)**

Показатель SVA был предложен финансовым аналитиком Раппапортом в 1986 году[[10]](#footnote-10). Раппапорт определял SVA как “приращение между двумя показателями – стоимостью акционерного капитала после некой операции и стоимостью того же капитала до этой операции”[[11]](#footnote-11).

https://www.cfin.ru/management/finance/valman/valuing-09.gif Добавленная акционерная стоимость ровна изменению стоимости инвестированного капитала за анализируемый период. Стоимость инвестированного капитала в данном случае будем принимать за сумму накопленной текущей стоимости денежного потока и приведённой остаточной стоимости компании на определённую дату. Тогда SVA будет ровна сумме приведённых денежных потоков за анализируемый период и дельту приведённых остаточных стоимостей на начало и конец периода:

Остаточная стоимость рассчитывается как NOPAT, деленная на средневзвешенную стоимость капитала (WACC).

1. **Денежная добавленная стоимость (CVA)**

Показатель был предложен консалтинговой компанией Boston Consulting Group в 1996 году[[12]](#footnote-12). Формула расчета показателя:

***CVA = AOCF – WACC \* TA,***

где AOCF (Adjusted Operating Cash Flows) – скорректированный операционный денежный поток; WACC (Weighted Average Cost of Capital) — средневзвешенная стоимость капитала; TA (Total Assets) — суммарные скорректированные активы;

или

***CVA = CF — Depreciation — Capital Charge***

где CF (Cash Flows) – денежный поток; Depreciation — амортизация материальных активов; Capital Charge — нагрузка на капитал, которая рассчитывается как произведение средневзвешенной стоимости капитала (WACC) на весь инвестированный капитал;

1. **Рентабельность инвестиций на основе потока денежных средств (CFROI)**

Заключительным в исследовании показателей оценки эффективности управления стоимостью компании будет показатель доходности инвестиций на основе потока денежных средств (CFROI – Cash Flow Return on Investment), определяемый следующим образом[[13]](#footnote-13):

***CFROI = CCF(In) / СCF(Out)***

где CCF(In) — скорректированные денежные притоки в текущих ценах (Adjusted EBIT (1-t) + Depreciation & Other Non-cash Charges); СCF(Out) — скорректированные денежные оттоки в текущих ценах (Capital Invested).

или

***-BIB + ƩBCF = 0***

где BIB – брутто-инвестиции (стоимость оборотных средств, восстановительной стоимости основных средств и капитализированных арендных выплат за вычетом беспроцентных обязательств и стоимости репутации); BCF – брутто денежных потоков (вычисляется как очищенная прибыль от инфляции после выплат налогов и до уплаты процентов за вычетом амортизации и арендных платежей).

Для проведения расчётов необходимо следовать следующему алгоритму[[14]](#footnote-14):

1. Определить объем денежных поступлений за конкретный экономический период от совокупности всех имеющихся активов;
2. Выявить числовой показатель суммарного объема активов, формирующих отток денежных средств;
3. Скорректировать как поступления (притоки), так и расходы (оттоки) денежных средств на инфляционные ожидания, создав при этом полную картину цен на данный момент времени;
4. Скорректировать расчётные величины (например, чистый доход корректируется на суммы амортизации, проценты по заемному капиталу, выплаты по договорам лизинга и т.д.; балансовая стоимость активов изменяется на суммы накопленной амортизации, стоимость имущества, полученного по договорам лизинга и т.д.);

Выполнение всех вышеописанных шагов позволит определить показатель CFROI в виде коэффициента. При этом следует учитывать факт того, что, если сам числовой показатель CFROI текущего периода будет последовательно превосходить значение за сопоставимый предыдущий период или превосходить установленный топ-менеджментом и одобренный инвесторами уровень, то экономический субъект увеличивает свою стоимость. В случае, когда процесс действует в обратном направлении, то есть когда фактический показатель CFROI будет по своему значению меньше требуемой доходности, то стоимость самого экономического субъекта будет снижаться.

|  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- |
| **Методы оценки стоимости компании** | **Параметры расчета** | **Применение** | **Преимущества** | **Недостатки** |
| **Экономическая добавленная стоимость (EVA)** | Рассчитывается на основе баланса компании и используется для **оценки краткосрочного результата** | Может применять для компании любого размера и отрасли. Применим как для компании в целом, так и для отдельных подразделений | Прост в расчете и применении для оценки размера привлеченного капитала для достижения целевых уровней стоимости. | Показатель не приспособлен для оценки стратегических инвестиций |
| Удобен в применении при создании системы мотивации для персонала в рамках концепции VBM |
| Игнорирование денежных поток, сильная зависимость от бухгалтерских показателей |
| Сложность в сравнении между собой компаний по EVA |
| **Методы оценки стоимости компании** | **Параметры расчета** | **Применение** | **Преимущества** | **Недостатки** |
| **Акционерная добавленная стоимость (SVA)** | Рассчитывается на базе текущей стоимости операционного денежного потока, скорректированное на текущую стоимость инвестиций во внеоборотный и оборотный капитал | Применяется в крупных компаниях в стадии зрелости. Входит в правительственные методики оценки эффективности предприятий (например в Тасмании) | Стратегический показатель оценки эффективности концепции VBM на уровне топ-менеджмента | Трудоёмкость оценки и высокая степень неопределённости относительно расчёта будущих денежных потоков искажает значение SVA |
| **Добавленная стоимость денежного потока (CVA)** | Может быть рассчитан на любой период | Применяется как альтернатива методу EVA, где чистая операционная прибыль (в модели EVA) заменяется на скорректированный денежный поток от операционной прибыли | Прост в использовании на практике | Необходимость применения корректировок при расчете не стабильно поступающего денежного потока от операционной прибыли |
|
| Использует как денежные потоки от операционной деятельности так стоимость инвестиционного капитала из баланса | Коэффициент не связан с бухгалтерскими показателям |
| **Доходность инвестиций на основе денежного потока (CFROI)** | Использует реальные и прогнозные значения денежных потоков, стоимость активов | Показатель отражает норму доходности по совершенным инвестициям. Может применяться компаний любого размера и стадии роста | Показатель относительный и позволяет использоваться для сравнения компаний между собой при оценки инвестиционной привлекательности и результативности | Сложность прогнозирования будущих денежных потоков, создаваемых текущими и будущими активами компании |
| Учитывает фактические данные прошлых периодов | Результат формируется не в сумме созданной стоимости, а в качестве относительного показателя |

Проведённый анализ различных моделей оценки эффективности процесса управления стоимостью компании позволяет сделать вывод, что наиболее эффективными инструментами, ориентированными на увеличение стоимости компании, являются следующие показатели: CFROI, SVA, EVA, CVA. Именно эти показатели получают всё большее распространение как в экономической литературе, так и в практике экономического анализа в последние годы[[15]](#footnote-15). Проведенное исследование также позволяет утверждать, что для решения задач в рамках управления стоимостью компании среди отобранных показателей EVA оптимально подходит в краткосрочной перспективе, так как базируется на балансовых показателях, которые достаточно быстро реагируют на тактические изменения в деятельности предприятия, но модель не учитывает денежные потоки, необходимые для анализа со стратегической точки зрения. SVA и CFROI применим в долгосрочной перспективе, так как базируются на как на долгосрочных прогнозных, так и на фактических данных. Выбор единого показателя для распространения его идеи на всю компании в рамках концепции VBM позволит определить целевую функции для построения стратегической финансовой модели организации. При этом не усложняется методика внутренних расчетов, учитывая все существенные допущения и предпосылки, и, самое главное, сохраняется универсальность и сопоставимость принятого подхода вне зависимости от направления деятельности, жизненного цикла, особенностей системы управления и прочих аспектов организации. Это дает возможность формировать аналитические инструменты для сопоставлений и оценок эффективности как отдельных бизнес-процессов, так и компании в целом в разрезе отрасли, рынка сбыта, экономического кластера, региона и прочих аналитических срезов. Качественное использование таких инструментов позволяет выявлять и анализировать преимущества и недостатки рассматриваемой организации на фоне конкурентов, объясняя изменения ее стоимости, выявляя негативные драйверы и мобилизуя потенциал ее роста.

Основываясь на исследовании Дж. Найта[[16]](#footnote-16), доходность инвестиций на основе потока денежных средств (CFROI) – самый точный, но в то же время, сложно рассчитываемый показатель, учитывающий при расчете срок использования активов и корректировки за риск. Несмотря на неоспоримые достоинства метода, масштаб его применения ограничивается сложностью идентификации всех денежных потоков, генерируемых как существующими, так и будущими активами. По ряду критериев данный показатель оценивается нами как наиболее подходящий для внедрения его в нашу концепцию управления стоимостью компании за счёт сделок слияний и поглощений, так как именно модель CFROI позволяет учитывать рентабельность инвестиций как от фактически имеющихся активов, так и от будущих капитальных вложений. Более того, так как данный показатель является относительным, он позволяет оценивать и сравнивать результативность интеграции того или иного бизнеса в рамках стратегии M&A. Помимо этого мы видим перспективу в данной модели на уже рассмотренном этапе нашего цикла управления стоимостью компании – этапе **выявления ключевых факторов, влияющих на конечную стоимость компании.** Мы считаем, что на данном шаге цикла модель позволит выявить ключевые факторы, определяющие увеличение будущей стоимости компании и провести качественный анализ чувствительности. Завязав на модели два этапа цикла, а именно: выявление ключевых факторов стоимости и оценка эффективности мероприятий по управлению стоимостью компании, мы сможем выстроить грамотную систему мотивации персонала на всех уровнях и закрепить концепцию VBM в корне фирмы.

**Глава 2**

**ОСОБЕННОСТИ ПЕРВОГО ЦИКЛА ПРОЦЕССА УПРАВЛЕНИЯ СТОИМОСТЬЮ КОПАВНИИ**

* 1. **Мотивационная система менеджмента и центры принятия управленческих решений**

Ранее мы уже упоминали о том, что на первом круге цикла управления стоимостью компании, когда данная концепция ещё только внедряется на фирме, необходимо сформировать и закрепить систему мотивации в компании. Данная система должна создаваться параллельно с поэтапным проведением первого цикла управления стоимостью компании. На тему разработки и внедрения системы мотивации проведено и описано множество подробных исследований, наша задача заключается в том, чтобы на основе описанной информации предложить концепцию распространения и закрепления на фирме системы мотивации, согласующейся с принципами непрерывного приращения стоимости компании в рамках управления сделками M&A.

Данный процесс разбивается на три уровня принятия решений:

1. Принятие решений относительно выбора объекта слияния или поглощения;
2. Управление приобретёнными активами;
3. Мониторинг и принятие решений относительно действующих активов компании.

Соответственно мы предлагаем сформировать 3 центра ответственности каждый из которых будет иметь ряд KPI (от англ. Key Performance Indicators - числовые показатели деятельности подразделения). Так как выбранная модель CFROI интерпретируется как внутренняя доходность инвестиций, основанная на денежном потоке, то действия менеджмента должны быть сведены к приращению положительной разницы между показателями CFROI и требуемой доходности от акционеров. Общий показатель CFROI будет рассчитываться как средневзвешенная величина CFROI по объёмам инвестиций по всем подразделениям (направлениям деятельности) компании. Выделенные центры ответственности будут выполнять следующие функции:

|  |  |
| --- | --- |
| **Центр ответственности** | **Функции** |
| Менеджеры принимающие решения относительно выбора объекта слияния/поглощения | 1. Выбор объекта слияния/поглощения исходя из сравнения показателей CFROI потенциальных объектов сделки |
| Менеджеры управления новыми активами | 1. Оптимизация операционных процессов с целю максимизации будущих денежных поток при умеренном уровне инвестиций, ориентируясь на показатель CFROI |
| Менеджеры управления “старыми” активами | 1. Постоянный мониторинг CFROI по всем действующим направлениям 2. Принятие решений относительно ликвидации тех или иных направлений в связи с занижением общего показателя CFROI компании |

Как и любая система мотивации, рассмотренная выше будет подразумевать прямую зависимость вознаграждения менеджеров за достижение поставленных стратегических целей по уровню приращения стоимости компании. Цели будут формулироваться исходя из модели CFROI.

* 1. **Новые каналы взаимодействия с акционерами**

Помимо рассмотренной системы мотивации нами будет предложен способ повышения информационной прозрачности деятельности компании в области управления стоимостью компании для акционеров. Так как концепция VBM применима как к публичным, так и к непубличным компаниям, то в первом случае возникает проблема разрыва между внутренней и рыночной стоимостями. Для того чтобы сократить данный разрыв мы считаем необходимым повысить уровень информационной прозрачности путём регулярной трансляции результатов деятельности компании в рамках концепции VBM. Транслироваться можно как отдельные (по направлениям), так и общий показатели CFROI. В рамках данной инициативы компания может прибегнуть к сравнению своих показателей с показателями конкурентов из схожих отраслей. Данная мера достижима и представляется реализуемой с той точки зрения, что была выбрана модель CFROI, позволяющая проводить сравнительный анализ.

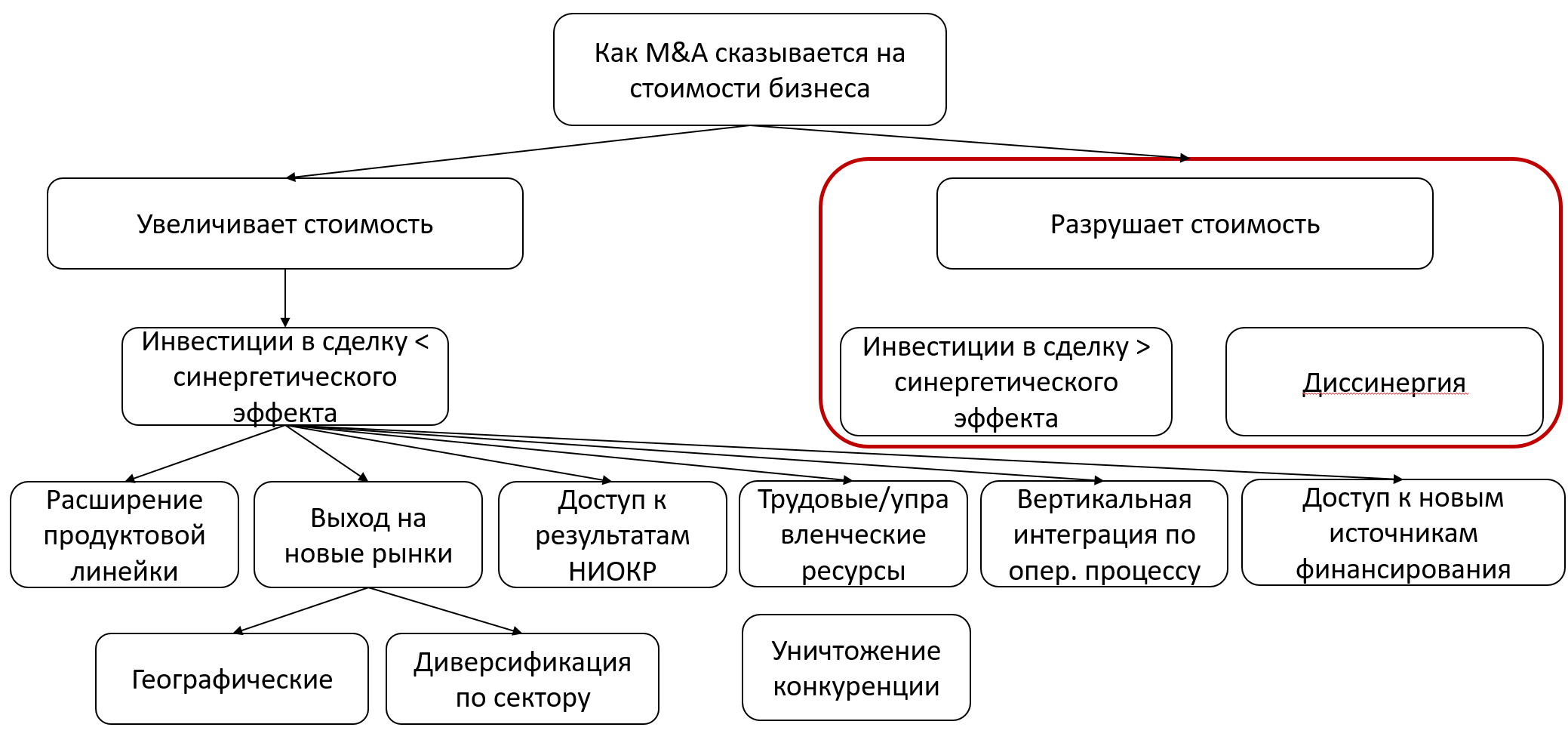
**Глава 3**

**СДЕЛКИ M&A В КОНЦЕПЦИИ УПРАВЛЕНИЯ СТОИМОСТЬЮ КОМПАНИИ**

Целью данной практической части является развёрнуто ответить на вопрос как при помощи сделок слияния и поглощения управлять стоимостью компании. Стоит понимать, что в данной работе стоимость компании не рассматривается как её капитализация. Дело в том, что реакция участников фондового рынка не способна в краткосрочной перспективе оценить эффективность или неэффективность той или иной сделки слияния или поглощения. Именно поэтому в нашей дальнейшей работе мы будем отталкиваться от показателей, основанных на денежных потоках, с расчётом оценить эффект от сделки в долгосрочной перспективе.

Из исследования Ernst & Young 2019 года: более 60% российских респондентов утверждают, что одним из ключевых условий удачного проведения сделки слияния или поглощения является подготовка к внедрению и интегрированию результатов сделки уже на ранних этапах подготовки к сделке. Сделка M&A обеспечит максимальный синергический эффект только в том случае, если возможности для синергии будут выявлены заранее и будет создана система мониторинга, позволяющая отслеживать прогресс в этом отношении. Тем не менее такая практика требует опыта в определении эффективно работающих бизнес-направлений и выявлении рисков, а также понимания ценности в транзакциях. Для получения конкурентного преимущества ценность сделки должна быть определена заранее, зачастую это приходится делать в условиях недостаточности информации. Все бизнес-подразделения должны участвовать в процессе оценки потенциальной синергии, понимать важность доведения сделки до завершения и продвигать эту идею.

В приведённой далее схеме мы отражаем все возможные группы сценариев развития сделки M&A с подробным выделением возможных “ценностей” проводимых транзакций.

**Схема возможных сценариев сделки M&A**

*Рисунок 9. Схема возможных сценариев сделки M&A*

*Источник: составлено автором*

Результатом сделки M&A глобально могут быть только два исхода, это рост стоимости компании после сделки слияния/поглощения или разрушение (сокращение) данной стоимости. Ко второму сценарию, по нашему мнению, может привести два факта:

1. Диссинергия - снижение эффективности функционирования системы в результате негативного воздействия друг на друга входящих в нее элементов[[17]](#footnote-17);
2. Отрицательный финансовый результат по сделке, сформировавшийся в результате переоценки синергического эффекта, переплаты в результате применения защитных мер поглощаемой компании или неэффективной стратегии финансирования сделки.
3. В силу непредсказуемого или неучтенного действия внешних факторов.

Диссинергия может быть связана с издержками, вызванными необходимостью адаптации объединяемых компаний к функционированию в составе интегрированной структуры, а также быть следствием снижения управляемости более сложной системой.

Примером может послужить покупка концерном Daimler американского автопроизводителя Chrysler за $36 млрд в надежде увеличить капитализацию общей компании - DaimlerChrysler. Однако сделка не оказалась успешной из-за разных культур компаний (немецкий и американский подходы к распределению рабочего времени и способе проведения свободного времени значительно отличались) и принципов ведения бизнеса. Daimler всегда минимизировала ошибки, и принятие решений происходило только топ-менеджментом, а у американской компании приоритетом было равенство каждого, и на решение влияли все. Всегда приветствовались эксперименты. Дело осложнилось тем, что во время интеграции ушел на пенсию глава американского концерна, за ним покинула компанию вся управляющая команда Chrysler. В итоге стратегию развития воплотить в жизнь не удалось. Спустя 9 лет после лжеслияния Германский автоконцерн DaimlerChrysler AG (DCX) продал 80,1% акций убыточного подразделения Chrysler Group инвестиционному фонду Cerberus Capital Management LP за $7,4 млрд. (5,5 млрд. евро) в 2007 году.

Во втором случае сделка слияния или поглощения может привести к разрушению стоимости из-за того, что компания-инициатор сделки неверно оценила размер инвестиций в сделку и сопутствующие процессы интеграции. Так, например, автогигант BMW при поглощении британской компании Rover отдал порядка 800 млн фунтов стерлингов. Далее баварская фирма потратила на "доведение" *Rover*в общей сложности 5,4 млрд долл. Недооценённый размер инвестиций в совокупности с систематически убыточным купленным активом, вынудило компанию BMW избавиться от Rover спустя 6 лет.

В нашей работе мы постараемся ответить на вопрос: как грамотно выстроить процесс слияния и поглощения от момента выбора объекта поглощения/слияния до момента полной интеграции двух бизнесов и идентификации фактического источника синергии, которая напрямую отражается на стоимости нового бизнеса. В схеме выше мы выделили основные блоки мотивации компании к проведению сделок M&A. По нашему мнению, выбирая ту или иную цель для проведения сделки или цепочки сделок слияний и поглощений, компания определяет для себя возможный спектр синергий, который заключён в том или ином блоке.

Для того чтобы оценить эффект от сделки мы проведём первоначальную оценку компании такой какая она есть.

* 1. **Оценка компании NVIDIA**

Корпорация NVIDIA специализируется на графике для персональных компьютеров (ПК), графических процессорах (GPU), а также на искусственном интеллекте (AI). Она работает в двух сегментах: GPU и Tegra Processor. Продукты марки GPU нацелены на специализированные рынки, включая GeForce для геймеров; Quadro для дизайнеров; Tesla и DGX для специалистов по обработке и анализу данных искусственного интеллекта и исследователей больших данных; GRID для графических вычислений, основанных на облачных технологиях. Бренд Tegra интегрирует весь компьютер в один чип и включает в себя графические процессоры и многоядерные центральные процессоры (ЦП) для управления суперкомпьютерами для мобильных игровых и развлекательных устройств, а также для автономных роботов, дронов и автомобилей. Процессор компании создал платформы для четырех рынков: игры, профессиональная визуализация, центр обработки данных и автомобильная промышленность. В ассортимент продуктов включены: суперкомпьютер NVIDIA DGX AI, автомобильная вычислительная платформа NVIDIA DRIVE AI и сервис облачных игр GeForce NOW.

*Рисунок 10. Выручка и чистая прибыль NVIDIA за 4 года*

*Источник: составлено автором*

В рамках доходного подхода оценки стоимости компании проводилась методом дисконтирования денежных потоков с учётом следующих допущений:

1. **«Принцип действующего предприятия».**

NVIDIA продолжит свою производственную и научно-исследовательскую деятельность в обозримом будущем. Смена основной специализации предприятия не предполагается.

1. **Тип денежного потока.**

Расчет стоимости бизнеса производится на основании денежного потока для инвестированного капитала. Прогноз денежного потока строится в реальном выражении без учета инфляционного влияния. Ставка дисконтирования, следовательно, также рассчитывается в реальном выражении.

1. **Период прогнозирования.**

Прогнозный период составляет 5 лет, с 1 января 2020 года по 31 декабря 2024 года. Выбранная длительность прогнозирования позволяет учесть всевозможные перспективы развития NVIDIA.

1. **Постпрогнозный период.**

Постпрогнозный период начинается с 1 января 2025 года и длится до бесконечности. В этом случае, для определения постпрогнозной стоимости, применяется формула Гордона.

1. **Ставка дисконтирования.**

В качестве ставки дисконтирования была выбрана средневзвешенная стоимость капитала (WACC), так как завод располагает существенными суммами собственного и заемного капиталов.

1. **Корректирование полученной в результате расчетов стоимости.**

Корректировка итоговой стоимости бизнеса, полученной методом дисконтирования денежных потоков, заключается в учете активов, участвующих в создании спрогнозированного денежного потока, а также в вычитании сумм заемного капитала.

Для начала мы посчитаем ставку дисконтирования, для этого применим уже известную нам формулу:

Данные для расчёта представлены в виде таблицы.

**Элементы для подсчёта ставки дисконтирования**

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
| Показатель | Значение, % | Пояснение |
| Стоимость акционерного капитала | 31,5 | Представляет ожидаемую доходность акционерного капитала, рассчитанную в соответствие с САРМ моделью |
| Стоимость заемного капитала | 3,31 | Представляет средневзвешенную ставку по заемным средствам. Значение взято из данных годового отчета NVIDIA за 2019 год. |
| Доля заемного капитала | 17,8 | Доля долгосрочных обязательств и краткосрочных заемных средств в структуре баланса компании в 2019 году. |

Источник: составлено автором

≈ 26,5

Таким образом, значение средневзвешенной нормы доходности составляет 26,5%.

После переходим к прогнозу будущих денежных потоков. Для расчета прогнозных значений денежных потоков был взят средний темп прироста фактических денежных потоков с 2011 года. В таблице ниже представлен прогноз денежных потоков на инвестированный капитал.

**Расчёты приведённой стоимости прогнозируемых денежных потоков**

|  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| Показатель | 2020 год | 2021 год | 2022 год | 2023 год | 2024 год |
| Денежный поток  на инвестированный капитал, млн. долл. | 4 428 | 4 877 | 5 325 | 5 774 | 6 222 |
| Ставка дисконтирования, % | 26,5 | 26,5 | 26,5 | 26,5 | 26,5 |
| Дисконтированные денежные  потоки, млн. долл. | 3 501 | 3 048 | 2 852 | 2 255 | 1 921 |
| Итого: приведенная стоимость денежных потоков, млн. долл. | 13 576 | | | | |

Источник: составлено автором

Что касается постпрогнзного периода, то тут мы будем рассчитывать стоимость компании при помощи формулы Гордона:

;

где FV – стоимость объекта в постпрогнозном периоде;

– поток доходов на начало постпрогнозного периода;

– ставка дисконтирования;

– долгосрочный темп прироста потока доходов в остаточном

периоде.

Долгосрочный темп прироста t был взят, по экспертной оценке, в размере 10%. Дальнейшие расчёты стоимости NVIDIA в постпрогнозном периоде представлены ниже.

млн.долл.

Теперь полученную стоимость необходимо скорректировать. В качестве корректировочных значений использовались суммы заёмного капитала. На дату оценки величина заёмного капитала составила 2 640 млн.долл.

Определение итоговой стоимости компании NVIDIA сведено в таблицу:

**Итоговая оценка NVIDIA, млн долл**

|  |  |
| --- | --- |
| Показатель | Значение |
| Приведённая стоимость прогнозных денежных потоков, млн. долл. | 13 576 |
| Оценка в рамках постпронозного периода, млн. долл. | 41 480 |
| Приведённая оценка в рамках постпрогнозного периода, млн долл. | 12 805 |
| Приведенная стоимость чистых денежных  потоков на инвестированный капитал, млн. долл. | 26 381 |
| Cумма заемного капитала, млн. долл. | 2 640 |
| Итоговая стоимость бизнеса после корректировок, млн. долл. | 23 741 |

Источник: составлено автором

Таким образом, фундаментальная стоимость NVIDIA, рассчитанная методом дисконтирования денежных потоков в рамках доходного подхода, составляет 23 741 млн. долл.

* 1. Сделка NVIDIA и Mellanox

На следующем этапе нами будет рассмотрено крупнейшее поглощение NVIDIA, которое произошло в 2019 году. В марте компании достигли окончательного соглашения, согласно которому NVIDIA приобретет Mellanox. Mellanox Technologies - ведущий поставщик комплексных решений и услуг для интеллектуальных межсетевых соединений Ethernet и InfiniBand для серверов, систем хранения и гиперконвергентной инфраструктуры. Решения Mellanox для интеллектуальных межкомпонентных соединений повышают эффективность центра обработки данных, обеспечивая самую высокую пропускную способность и минимальную задержку. Продуктовый ряд компании Mellanox: сетевые и многоядерные процессоры, сетевые адаптеры, коммутаторы, кабели, программное обеспечени. Данные устройства выполняют ключевую роль в ускорении работы приложений и максимизации бизнес-результата для широкого спектра рынков, включая высокопроизводительные вычисления, корпоративные центры обработки данных, Web 2.0, облачные системы, системы хранения, сетевую безопасность, телекоммуникационные и финансовые услуги.

*Рисунок 11. Выручка и чистая прибыль Mellanox за 4 года*

*Источник: составлено автором*

В соответствии с соглашением, NVIDIA приобретет все выпущенные и находящиеся в обращении простые акции Mellanox за 125 долларов США за акцию наличными, что составляет общую стоимость предприятия около 6,9 миллиардов долларов.

Это приобретение объединит две ведущие мировые компании в области высокопроизводительных вычислений. На сегодняшний день вычислительная платформа NVIDIA и межсетевые соединения Mellanox обеспечивают питание более 250 суперкомпьютеров TOP500 в мире и имеют в качестве клиентов крупных поставщиков облачных услуг и производителей компьютеров.

Интенсивность данных и вычислений современных рабочих нагрузок в области искусственного интеллекта, научных вычислений и анализа данных растет в геометрической прогрессии и предъявляет огромные требования к производительности для гипермасштабных и корпоративных центров обработки данных. Это привело к внедрению ускоренных вычислений с графическими процессорами NVIDIA и интеллектуальными сетевыми решениями Mellanox. В будущем центры обработки данных будут спроектированы как гигантские вычислительные машины с десятками тысяч вычислительных узлов, которые будут спроектированы как единое целое со своими межсоединениями для обеспечения оптимальной производительности.

Первоначальный новатор в области высокопроизводительных технологий межкомпонентных соединений, компания Mellanox стала пионером технологии межкомпонентных соединений InfiniBand, которая наряду с высокоскоростными продуктами Ethernet в настоящее время используется в более чем половине самых быстрых суперкомпьютеров в мире и во многих ведущих центрах обработки данных.

Благодаря Mellanox NVIDIA оптимизирует рабочие нагрузки в центрах обработки данных по всему вычислительному, сетевому хранилищу для достижения более высокой производительности, большего использования и более низких эксплуатационных расходов для клиентов.

Нами будет рассмотрен идеальный с точки зрения корпоративной культуры вариант интеграции двух бизнесов, так как компании имеют долгую историю сотрудничества и совместных инноваций. Тесное взаимодействие в ходе крупных проектов (таких как создания двух самых быстрых суперкомпьютеров в мире, Sierra и Summit, управляемых Министерством энергетики США) однозначно спровоцировало процесс обмена ценностями корпоративных культур двух технологичных компаний. «Мы придерживаемся той же концепции ускоренных вычислений, что и NVIDIA», - сказал Эяль Вальдман, основатель и генеральный директор Mellanox. «Объединение наших двух компаний является естественным продолжением нашего давнего партнерства и прекрасно подходит для нашей общей культуры, ориентированной на результат. Эта комбинация будет способствовать созданию мощных технологий и фантастических возможностей для наших людей».

Многие из ведущих мировых поставщиков облачных услуг также используют как графические процессоры NVIDIA, так и межсоединения Mellanox. NVIDIA и Mellanox объединяют общая культура, ориентированная на производительность, которая обеспечит бесшовную интеграцию.

Таким образом можно выделить какие именно драйверы роста заложила компания NVIDIA в данную сделку, с точки зрения приращения своей стоимости. Данные драйверы представлены в схеме ниже.

**Драйверы роста компании NVIDIA**

*Рисунок 12. Драйверы роста компании NVIDIA*

*Источник: составлено автором*

Сложно сопоставить объёмы вклада каждого отдельного драйвера в приращение стоимости компании. По нашему мнению, ключевой драйвер, от короткого стоит ожидать максимального эффекта – вертикальная интеграция. Данную гипотезу мы сможем проверить только после окончательной оценки общего синергического эффекта от сделки и определить конкретный вклад каждой возникшей синергии.

* 1. План интеграции NVIDIA и Mellanox

Закрытие данной сделки планируется в первой половине 2020 года. На момент написания данной работы сделка ещё официально не доведена до конца, но мы пойдём дальше. По мнению Baker McKenzie закрытие сделки это только начало в процессе создания стоимости[[18]](#footnote-18). Самый сложный и многогранный этап в сделках M&A – это процесс интеграции двух и более компаний, доведение сделки до логического конца и выстраивание совместного бизнеса таким образом, чтобы в среднесрочной перспективе достигнуть первоначально обозначенных синергий.

В рамках нашей практической части мы постараемся максимально подробно описать план интеграции компаний и сделаем акценты на ключевых моментах.

Интеграция необходима для того, чтобы покупатель мог получить выгоды от своего приобретения как можно скорее. Есть несколько шагов, связанных с интеграцией приобретения, которые включают в себя следующее:

1. **Административная часть**

В рамках административной части компании-интегратору необходимо назначить ответственного за процесс интеграции и сформировать команду. Лидером в процессе интеграции должен быть ответственный менеджер с богатым опытом работы и пониманием бизнесов обоих компаний. Как руководитель, так и команда по интеграции должны быть назначены на постоянной основе. В качестве ключевых участников команды в неё должны быть включены специалисты в области информационных технологий, бухгалтерского учёта, финансов и маркетинга. Стоит также отметить, что в группу по интеграции могут привлекаться специалисты из внешних консалтинговых компаний.

По нашему мнению, руководство процесса интеграции возьмёт на себя топ-менеджер компании NVIDIA, как более опытный специалист в области технологий. Тесные долгосрочные взаимоотношения компаний NVIDIA и Mellanox Technologies позволяют нам предположить, что имеет место создание группы советчиков из обеих компаний, которые будут снабжать руководителя процесса всей необходимой информацией. Команда процесса интеграции может состоять как из представителей компаний, так и из членов крупных консалтинговых компаний в области слияний и поглощений.

1. **Коммуникация с персоналом и ключевыми сотрудниками**

Мы рассмотрим процесс коммуникации именно в рамках интеграции, хотя очевидно, что данный аспект должен быть продуман ещё на ранней стадии заключения сделки. Так, на ранней стадии, должен быть обдуман как минимум следующий момент:

* **Кому следует сообщить о планирующемся слиянии?**

Вопрос конфиденциальности – ключевой момент в данном аспекте. Именно поэтому стоит ограничить круг проинформированных лиц. В случае с NVIDIA мы считаем, что информация о поглощении была доступна ключевым лицам компании, которые работали в направлении высокоскоростных вычислений и центров обработки данных.

В рамках процесса интеграции менеджменту NVIDIA, ответственному за интеграцию, следует своевременно информировать работников поглощаемой компании о возможных сокращениях или переориентациях групп работников. Эту меру необходимо предпринять таким образом, чтобы не допустить возникновения и распространения слухов, которые могут ввести в заблуждение будущих сотрудников компании. Ключевые сотрудники приобретаемой компании, вероятно, ищут работу в других местах, или их вызывают непосредственно конкуренты. Чтобы уменьшить количество потерь, менеджменту, ответственному за интеграцию, необходимо встретитесь с этими сотрудниками, чтобы убедить их в том, что они имеют статус занятости, и решить, следует ли предлагать какие-либо стимулы для их сохранения.

1. **Интеграция культур объединяющихся компаний**

В случае рассматриваемого поглощения, когда две компании на протяжении долгого времени сотрудничали и имеют схожие ценности в основе своих культур, мы не видим особых проблем, требующих радикальных мер. По нашему мнению, необходимо обеспечить должный уровень информирования персонала о ключевых особенностях корпоративной культуры NVIDIA и разработать план адаптации сотрудников.

1. **Нормативные вопросы**

Сделка M&A на всех этапах, включая стадию интеграции, содержит достаточно много юридических аспектов. Мы в нашей работе не будем подробно затрагивать данный вопрос. Стоит лишь отметить, что NVIDIA должна позаботиться о наличии профессиональной команды юристов, которые будут отвечать за процесс интеграции.

1. **Интеграция IT-систем**

На данном этапе необходимо подготовить информационную основу для обеспечения процесса планирования ресурсов предприятия, формирования финансовой отчётности, учёта готовой продукции и так далее.

1. **Интеграция активов компаний**

На данном этапе компании необходимо принять решение какие виды активов будут переданы. Это могут быть материальные и нематериальные активы, различные контракты (включая аренду), недвижимость, транспортные средства.

В нашем примере будем считать, что все активы компании Mellanox были переданы NVIDIA.

1. **Вопросы занятости персонала**

До момента совершения сделки в NVIDIA работало 14 тысяч сотрудников, в Mellanox Technologies – 2,6 тысяч сотрудников. Очевидно, что NVIDIA будет стремиться сохранить всех ключевых сотрудников Mellanox и при этом безусловно сократит штат приобретаемой компании. Наши прогнозы сводятся к тому, что большая доля сокращений будет в сегменте сборщиков, программистов и sales-менеджеров.

*Рисунок 13. Структура персонала Mellanox*

*Источник: составлено автором на основе данных Mellanox*

Количество сборщиков будет сокращено на 40%, программистов – на 20%, sales-менеджеров – на 20%. Наши прогнозы основываются на том, что NVIDIA по итогам данной сделки хочет приобрести дополнительные компетенции в области разработки комплексного оборудования для Центров обработки данных (ЦОД). По заявлению компании, она ожидает повышения операционной эффективности в первую очередь за счёт оптимизации распределения трудовых ресурсов в рамках одного, а не двух операционных процессов и снижения уровня транзакционных издержек. Административный персонал будет незначительно сокращён. Среди представителей научного персонала мы ожидаем самую большую долю ключевых сотрудников.

1. **Работа с интеллектуальной собственностью**

На данном этапе необходимо провести полный аудит всей интеллектуальной собственности приобретаемой компании. Необходимо принять решение относительно сохранения бренда компании или представлений всей текущей деятельности под собственным именем. Мы считаем, что, руководствуясь целями NVIDIA, компания Mellanox Technologies утратит свои опознавательные знаки и будет использована в качестве усиления позиций компании-приобретателя на рынке ЦОД. Также NVIDIA необходимо отдельное внимание уделить патентам компании, которым, возможно, необходимо обеспечить юридическую защиту, так как не исключена утечка конфиденциальной информации вместе с перехватом сильной команды разработчиков в процессе интеграции. Мы считаем, что процесс интеграции на высокотехнологичном рынке сопряжён с риском утраты части информации по ноу-хау и так далее. Так как на рынке полупроводников действует достаточно сильная конкуренция мы считаем необходимы прибегнуть к защитным методам интеллектуальной собственности новой, объединённой компании.

1. **Обеспечение защиты данных**

Данный процесс интеграции подразумевает распространение лучших практик информационной защиты на всю объединённую компанию. Необходимо обеспечить сохранность и безопасность не только секретных документов и баз данных компании, но и личную информацию о новых сотрудниках. Необходимо распространить стандарты информационной защиты на всю объединённую компанию.

1. **Интеграция клиентских баз и поддержание взаимоотношений с ключевыми партнёрами и поставщиками**

Одним из ключевых источников интеграции является наращивание клиентской и партнёрской баз за счёт сделок M&A. В нашем случае компании представлены в одном секторе и часто работали над совместными проектами. Поэтому мы допускаем, что эффект от интеграции клиентских/партнёрских баз будет не столь существенным из-за их возможного пересечения. Однако компания Mellanox Technologies более основательно, по нашему мнению, организовала своё присутствие на рынке ЦОД, так как это является её основным направлением деятельности в отличии от NVIDIA. Таким образом NVIDIA всё же сможет извлечь выгоду из более богатой базы поглощаемой компании.

1. **Управление недвижимостью приобретаемого предприятия**

Компания Mellanox расположена в [Саннивейле](https://ru.wikipedia.org/wiki/%D0%A1%D0%B0%D0%BD%D0%BD%D0%B8%D0%B2%D0%B5%D0%B9%D0%BB_(%D0%9A%D0%B0%D0%BB%D0%B8%D1%84%D0%BE%D1%80%D0%BD%D0%B8%D1%8F)), штат [Калифорния](https://ru.wikipedia.org/wiki/%D0%9A%D0%B0%D0%BB%D0%B8%D1%84%D0%BE%D1%80%D0%BD%D0%B8%D1%8F), и [Йокнеаме](https://ru.wikipedia.org/wiki/%D0%99%D0%BE%D0%BA%D0%BD%D0%B5%D0%B0%D0%BC-%D0%98%D0%BB%D0%B8%D1%82), [Израиль](https://ru.wikipedia.org/wiki/%D0%98%D0%B7%D1%80%D0%B0%D0%B8%D0%BB%D1%8C). По нашему мнению, в процессе интеграции NVIDIA не будет предпринимать радикальных действий с недвижимостью компании.

* 1. Оценка синергического эффекта

«Появление искусственного интеллекта и науки о данных, а также миллиардов одновременных пользователей компьютеров подпитывает стремительный рост спроса на мировые центры обработки данных», - сказал Дженсен Хуанг, основатель и генеральный директор NVIDIA. «Для удовлетворения этого спроса потребуются целостные архитектуры, которые соединяют огромное количество быстрых вычислительных узлов через интеллектуальные сетевые структуры для формирования гигантского вычислительного механизма масштаба центра данных.

NVIDIA развивает несколько направлений бизнеса, а именно:

* Гейминг
* Дата центры
* Профессиональная визуализация
* Автономные транспортные средства

Рассмотренная сделка реализовывалась NVIDIA с целью усиления своих позиций именно на рынке разработки и производства Центров обработки данных. Теперь в отличие от традиционной бизнес-стратегии по приобретению чипов Mellanox, NVIDIA имеет собственные возможности для улучшения и оптимизации технологий быстрого интерконнекта в интегрированных решениях своего производства. Как следствие, NVIDIA получает в свое распоряжение дополнительное конкурентное преимущество по соотношению цена/производительность.

Решение компании расширять компетенции на рынке производства дата центров обосновано высказыванием лидера компании выше.

Бизнес продуктов для дата-центров — самый быстро растущий и второй по величине в NVIDIA. Показательным в этом плане выступает закрытый 2019 финансовый год. Объем продаж составил 2,9 млрд долл. в этом сегменте, что составило примерно 25% ее общего дохода за год, при этом продажи выросли на 52% по сравнению с предыдущим годом.

Для сравнения: бизнес профессиональных продуктов визуализации NVIDIA в 2019 ф.г. вырос на 21% за год до 1,1 млрд долл., а продажи на рынке автомобильного оборудования выросли на 15% до 641 млн долл. Бизнес геймерской продукции — крупнейший по объему в компании — вырос на 13% до 6,2 млрд долл.

NVIDIA поставляет также GPU в качестве ускорителей обработки нагрузок в ЦОДах, таких как глубокое обучение и HPC. К таким продуктам относятся видеокарты серии Tesla, суперкомпьютер DGX для задач искусственного интеллекта и серверная платформа HGX-2.

**Структура выручки NVIDIA за 2016 финансовый год**

*Рисунок 14. Структура выручки NVIDIA за 2016 финансовый год*

*Источник: составлено автором*

**Структура выручки NVIDIA за 2020 финансовый год**

*Рисунок 15. Структура выручки NVIDIA за 2020 финансовый год*

*Источник: составлено автором*

Центры обработки данных - это централизованные средства, используемые для вычислений, обработки и хранения данных. Они включают в себя высокопроизводительные серверы, сетевое оборудование, массивы хранения и вспомогательные составляющие. В 2019 году сегмент ИТ-инфраструктуры имел значительную долю рынка, и ожидается, что эта тенденция сохранится в течение прогнозируемого периода.

Такие факторы, как увеличение спроса на вычислительную мощность и хранение данных для поддержки роста глобального трафика данных, будут играть важную роль в сегменте ИТ-инфраструктуры для поддержания своей позиции на рынке. Кроме того, в рамках прогноза рынка центров обработки данных рассматриваются такие факторы, как рост использования нескольких облачных сред и модернизация сети для поддержки 5G, увеличение стратегических инвестиций и партнерских отношений. Однако проблемы кибербезопасности, время выхода на рынок, высокие начальные затраты и увеличение энергопотребления могут сдерживать рост индустрии центров обработки данных в течение прогнозируемого периода.

1) **Ключевые драйверы роста рынка[[19]](#footnote-19)**:

• Расширение использования облачных вычислений, оцифровки и виртуализации крупными предприятиями.

• Увеличение глобального IP-трафика за счет улучшения широкополосного доступа и других интернет-сред

• Растущее использование социальных сетей, а также контент-сервисов онлайн-медиа.

2) **Ограничения:**

• Высокое потребление энергии

• Увеличение стоимости строительства и монтажа

3) **Возможности:**

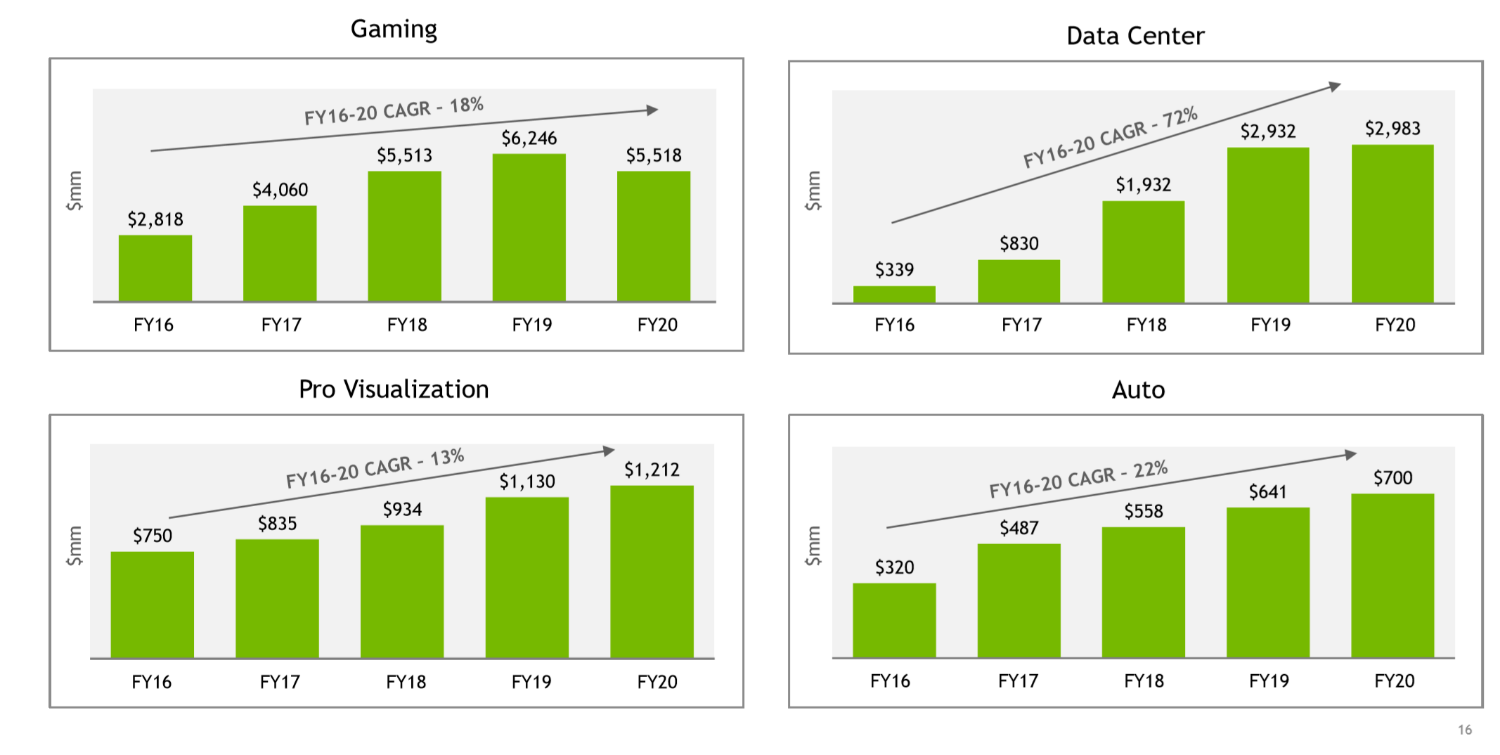
• Высокое признание интернета вещей

• Растущий спрос на аналитические услуги

*Рисунок 16. Динамика структуры выручки NVIDIA с 2016 по 2020 финансовый год*

*Источник: составлено автором*

NVIDIA мыслит стратегически и опирается на собственное видение потенциала на рынке Центров обработки данных. Именно этот рынок обеспечил бизнесу максимальный прирост выручки за последние 5 лет.



**Гейминг**

**Дата центры**

**Профессиональная визуализация**

**Автономные транспортные средства**

Приобретение Mellanox Technologies – ещё один шаг NVIDIA к расширению доли рынка и приобретении конкурентный преимуществ на рынке ЦОД. В нашей дальнейшей оценке мы будем придерживаться видения экспертов относительно будущего рынка ЦОД. Размер рынка центров обработки данных вырастет на 304,87 млрд. долларов США в течение 2020-2024 годов, по мнению агентства Technavio. Среднегодовой темп роста (CAGR) при этом составит порядка 17%. Однако эксперты утверждают, что темпы роста рынка будут ускоряться в течение прогнозируемого периода.

Рисунок 17. Динамика рынка ЦОД с 2019 по 2024 года

Источник: составлено автором

Для того, чтобы оценить синергический эффект от сделки M&A проведём оценку объединённой компании с учётом тенденций на рынке Центров обработки данных и новых возможностях компании. Ниже представлены фактически данные двух компаний до сделки поглощения.

**Фактические расчётные данные компаний с 2016 по 2019 года, млн долл**

|  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- |
|  | **2016** | **2017** | **2018** | **2019** |
| **NVIDIA** |  |  |  |  |
| EBITDA | $ 2 150.0 | $ 3 456.0 | $ 4 216.0 | $ 3 403.0 |
| Налоги | $ 0.6 | $ -2.5 | $ -22.0 | $ 18.8 |
| EBIDA | **$ 2 149.4** | **$ 3 458.5** | **$ 4 238.0** | **$ 3 384.2** |
| **Mellanox** |  |  |  |  |
| EBITDA | $ 129.4 | $ 89.9 | $ 216.0 | $ 320.9 |
| Налоги | $ 0.6 | $ -2.5 | $ -22.0 | $ 18.8 |
| EBIDA | **$ 128.8** | **$ 92.3** | **$ 238.0** | **$ 302.1** |

Источник: составлено автором на основе данных финансовых отчётностей компании

Далее мы объединили данные по обеим компаниям и экстраполировали их до 2024 года. В полученных данных мы учли экономию компании на заработной плате персонала и транзакционных операционных издержках.

**Прогнозные данные объединённой компании с 2020 по 2024 года, млн долл**

|  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- |
|  | **2020** | **2021** | **2022** | **2023** | **2024** |
| **Объединённые данные** | $ 4 785.2 | $ 5 300.1 | $ 5 815.1 | $ 6 330.0 | $ 6 844.9 |
| **Экономия на з/п** | $ 68.4 | $ 79.7 | $ 91.8 | $ 104.7 | $ 126.9 |
| **Экономия на транзакционных издержках** | $ 184.0 | $ 232.1 | $ 303.0 | $ 383.1 | $ 472.5 |
| **Итого** | **$ 5 037.5** | **$ 5 611.8** | **$ 6 209.8** | **$ 6 817.8** | **$ 7 444.3** |

Источник: составлено автором

Экономия на транзакционных издержках рассчитывалась следующим образом: были экстраполированы по тренду общие операционные издержки компании, далее была оценена скорость наращения доли издержек, которая уходит на направление деятельности компании в области дата центров. Доля издержек NVIDIA на рынке ЦОД за 5 лет вырастет по нашим оценкам с 27% до 45%. Это в первую очередь связано с тем, что компания в приоритете переориентируется именно на данную отрасль. Во-вторых, нами заложены дополнительные инвестиции компании в развитие направления ЦОД, что безусловно скажется на общем уровне издержек в производственном процессе. После оценки доли издержек в общих издержках компании мы допустили, что за счёт поглощения компания NVIDIA экономит 15% на транзакциях между NVIDIA и Mellanox. Экономия на заработной плате сотрудников скажется за счёт постепенной оптимизации кадровой политики объединённой компании. Экономия составит от 10% до 15%.

Полученные прогнозные данные необходимо скорректировать с учётом нашего прогноза роста объёма рынка центров обработки данных.

**Расчёт скорректированных прогнозных данных объединённой компании с 2020 по 2024 года, млн долл**

|  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- |
|  | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 |
| Прогнозные данные | **$ 5 037.5** | **$ 5 611.8** | **$ 6 209.8** | **$ 6 817.8** | **$ 7 444.3** |
| Емкость рынка ЦОД | $ 283.1 | $ 321.3 | $ 375.9 | $ 451.1 | $ 559.3 |
| Доля рынка NVIDIA | 2.53% | 4.25% | 6.39% | 8.66% | 11.43% |
| Абсолютный прирост рынка | $ 28.1 | $ 38.2 | $ 54.6 | $ 75.2 | $ 108.3 |
| Абсолютная доля рынка NVIDIA | $ 7.2 | $ 13.6 | $ 24.0 | $ 39.1 | $ 64.0 |
| Доля NVIDIA от прироста рынка | 15.00% | 17.00% | 19.00% | 20.00% | 23.00% |
| CF NVIDIA от прироста рыка | $ 1.8 | $ 3.4 | $ 6.0 | $ 9.8 | $ 16.0 |
| **Скорректированный CF** | **$ 5 039.3** | **$ 5 615.2** | **$ 6 215.8** | **$ 6 827.6** | **$ 7 460.3** |

Источник: составлено автором

Емкость рынка была нами спрогнозирована ранее в работе. Дальнейший расчёт доли NVIDIA был произведён исходя из предпосылки о том, что компания будет забирать часть от прирастающего рынка. Данные части были спрогнозированы по годам при участии экспертов. Для того чтобы учесть данные о наращивании доли рынка NVIDIA в денежном потоке нами были скорректированы абсолютные доли путём учёта всех операционных расходов, налогов, амортизации.

**Расчёт дисконтированных денежных потоков объединённой компании с 2020 по 2024 года, млн долл**

|  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- |
|  | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 |
| Скорректированный CF | $ 5 039.3 | $ 5 615.2 | $ 6 215.8 | $ 6 827.6 | $ 7 460.3 |
| Ставка дисконтирования | 28.50% | 28.50% | 28.50% | 28.50% | 28.50% |
| **Дисконтированные CF** | **$ 3 921.6** | **$ 3 400.7** | **$ 2 929.5** | **$ 2 504.1** | **$ 2 129.3** |

Источник: составлено автором

Ставка дисконтирования была скорректирована на уровень риска, который возникает в результате проведения сделок M&A. Ставка дисконтирования, рассчитанная по методологии CAPM и скорректированная на уровень риска для прогнозного периода, составила 28.5%. Далее стоимость компании будет так же рассчитана в постпрогнозном периоде по формуле Гордона, как и ранее:

;

где FV – стоимость объекта в постпрогнозном периоде;

– поток доходов на начало постпрогнозного периода;

– ставка дисконтирования;

– долгосрочный темп прироста потока доходов в остаточном

периоде.

Долгосрочный темп прироста t был взят, по экспертной оценке, в размере 16%. Дальнейшие расчёты стоимости NVIDIA в постпрогнозном периоде представлены ниже.

млн.долл.

Далее нам необходимо привести оценку постпрогнозного периода к моменту оценки и сложить со стоимостью бизнеса, полученной в прогнозном периоде. Ниже представлена конечная стоимость объединённой компании и наша оценка синергического эффекта от сделки M&A.

**Расчёт оценки синергического эффекта от сделки M&A**

|  |  |
| --- | --- |
| Показатель | Значение |
| Приведённая стоимость прогнозных денежных потоков, млн. долл. | $ 14 885 |
| Оценка в рамках постпронозного периода, млн. долл. | $ 69 231 |
| Приведённая оценка в рамках постпрогнозного периода, млн долл. | $ 19 760 |
| Приведенная стоимость чистых денежных  потоков на инвестированный капитал, млн. долл. | $ 34 645 |
| Сумма заемного капитала, млн. долл. | $ 2 720 |
| Итоговая стоимость бизнеса после поглощения, млн. долл. | $ 31 925 |
| Сумма сделки поглощения, млн. долл. | $ 6 900 |
| Стоимость бизнеса до поглощения, млн. долл. | $ 23 741 |
| Оценка синергического эффекта, млн. долл. | **$ 1 284** |

Источник: составлено автором

Таким образом с учётом всех наших допущений сделка по покупке NVIDIA компании Mellanox Technologies положительно сказалась на стоимости компании. Наша оценка синергического эффекта – 1 284 млн. долл.

Так же мы считаем необходимым рассмотреть сценарий, при котором данный синергический эффект может не возникнуть. Ключевые риски, при которых синергии может не возникнуть, кроется в областях драйверов роста, на которые и опирается NVIDIA в данной сделке. Во-первых, NVIDIA делает ставку на стремительный рост рынка центров обработки данных:

1. Прогноз стремительного роста рынка может быть неоправдан. Этот сценарий возможен в случае замедления темпов развития мировых экономик или ужесточения регулирования данной отрасли.
2. Возможен также сценарий, при котором появится альтернативное направление – децентрализованные системы обработки данных. Уверен, что решение NVIDIA будет релевантно и для данного направления, но исследование и возможная переориентация на альтернативный рынок потребуют дополнительных ресурсов и сопряжены с новыми рисками.

Во-вторых, могут быть реализованы риски, описанные в части процесса интеграции компании. NVIDIA делает ставку на технологию, которой обладает компания Mellanox. Вполне возможен сценарий, при котором интеллектуальная собственность может быть утрачена или потеряет свою ценность. В таком случае NVIDIA будет гораздо сложнее занять необходимую долю рынка. Такая же ситуация обстоит и с ключевыми кадрами, на которые безусловно будет опираться будущая объединённая компания. Ключевые сотрудники в различных отделах компании могут стать источником утраты части поставщиков, сужение клиентской базы, нарушения технологического процесса и так далее. Данные риски должны быть учтены компанией в процессе проведения сделки.

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

В данной работе были подробно рассмотрены концепции управления стоимостью компании, выявлены их проблемные области, а именно:

1. Отсутствие отражения специфики внедрения концепции VBM на фирме;
2. Недостаточность инструментов анализа для проведения полного цикла управления стоимостью компании;
3. Не были выявлены ключевые драйверы роста стоимости и метрики оценки эффективности концепции VBM.

Нами был предложен альтернативный цикл управления стоимостью компании, который был подробно расписан и решил описанные выше проблемы. Ключевой особенностью проведения первого цикла управления стоимостью компании является факт внедрения и распространения философии VBM на всех уровнях предприятия за счёт интеграции системы мотивации и вознаграждения персонала. Также в рамках перехода на концепцию управления стоимостью компании нами предложено гармонично улучшить каналы взаимодействия с акционерами с целью увеличения прозразночности деятельности компании относительно управления стоимостью.

В качестве конкретных инструментов управления стоимостью компании на стратегическом уровне нами были описаны методики оценки текущей стоимости компании на основе доходного подхода к оценке стоимости компании. Для ранжирования рычагов управления внутренней стоимостью компании мы рассмотрели инструмент анализа чувствительности и выявили ключевые драйверы роста стоимости компании, описали принципы целеполагания, что является важным критерием успешности всей концепции VBM в целом.

Также нами были рассмотрены современные метрики оценки эффективности процесса управления стоимостью компании. Был проведён их сравнительный анализ и выявлен наиболее привлекательный по ряду выделенных критериев показатель – CFROI. Данная модель определена нами как наиболее точная, способная к распространению на всех уровнях фирмы и подходящая для оценки эффективности управления стоимостью компании в рамках политики M&A. Напомним, что в данной работе нами также был описан рынок M&A, как наиболее привлекательный универсальный драйвер роста стоимости компании. В рамках данной политики нами были выделены три центра принятия решений, которые в качестве ключевого ориентира в управлении стоимостью будут опираться на выделенные драйверы роста и модель CFROI.

**Стратегия M&A может генерировать ценность для компании, при условии соблюдения ряда принципов:**

1. Компания должна заранее представлять драйверы роста собственного бизнеса;
2. Планируемая сделка должна быть согласована с идентифицированными драйверами компании инициатора;
3. В сделках слияния и поглощения нельзя недооценивать процесс интеграции;
4. В процессе интеграции в обязательном порядке должна быть рассмотрена проблема интеграции различных корпоративных культур, особенно если эта сделка носит транснациональный характер;
5. Синергический эффект должен быть идентифицирован ещё до начала сделки.

**Результаты проделанной работы:**

* Стратегия M&A может быть рассмотрена как одна из возможных стратегий управления стоимостью компании;
* Разработанный цикл управления стоимостью компании отражает последовательность и приоритетность выставляемых задач в процессе управления стоимостью компании;
* Предложенная общая модель управления стоимостью компании может быть адаптирована к стратегии управления стоимостью компании за счёт сделок M&A;
* Нами подробно рассмотрен цикл управления стоимостью компании на примере сделки поглощения;
* Выявлены ключевые принципы стратегии M&A как процесса управления стоимостью компании;
* Определён механизм оценки эффективности управления стоимостью компании.

СПИСОК ИСПОЛЬЗОВАННОЙ ЛИТЕРАТУРЫ

Блэк Э. (под ред.). Вопросы стоимости. Овладейте новейшими приемами управления, инвестирования и регулирования, основанными на стоимости компании. Олимп-Бизнес, 2009.

Григорьев М. С. Совершенствование системы оценки эффективности сделок с активами между российскими и зарубежными нефтегазовыми компаниями // Молодой ученый. — 2011. — №8. Т.1. — С. 124-130. — URL https://moluch.ru/archive/31/3545/ (дата обращения: 26.03.2020).

1. Ермолов, М.Г. Модель программы проведения сделки слияния и поглощения в банковской сфере // Вестник АГТУ. Сер.: Экономика. – 2014. - №4
2. Ивашковская И.В. Управление стоимостью компании: вызовы российскому менеджменту // Российский журнал менеджмента. 2004. № 4.
3. Коупленд Том, Коллер Тим, Муррин Джек. Стоимость компаний: оценка и управление. Перевод с англ. – М.: ЗАО «Олимп-Бизнес», 2001.
4. Миникеев, Р. Сравнительный анализ индикаторов прироста стоимости компании как инструментов управления, ориентированного на стоимость // Ресурсы информация снабжение конкуренция, 2/2015
5. Спиридонова, Е. А. Оценка стоимости бизнеса : учебник и практикум для бакалавриата и магистратуры / Е. А. Спиридонова. — М. : Издательство Юрайт, 2018. — 299 с
6. Степанов Д. Value-Based Management и показатели стоимости. URL: <http://www.cfin.ru/management/finance/value-based_management.shtml> (дата обращения 15.11.2019)
7. Фадейкина Н.В. Методические подходы к оценке эффективности сделок слияния и поглощения в условиях стратегического управления стоимостью бизнеса // Финансы. Банки. Учёт. Анализ. – 2014. - №6
8. Хитчнер Дж.Р. Три подхода к оценке стоимости бизнеса. М.: Маросейка, 2008. 304 с.
9. **Amy Cole. (2019). Top 10 Strategic Value Drivers. URL:** <https://www.masource.org/top-10-strategic-value-drivers/> **(дата обращения 10.12.2019)**
10. Ashley B. Hyotte, Vice President, Institutional Portfolio Manager RBC Global Asset Management. The Merits of CFROI. 2016
11. Baker & McKenzie, Post-Acquisition Integration Handbook “Closing the deal is just the beginning”, 2017
12. Damodaran A., ,,Corporate Finance: Theory and Practice, 1, 2001, p. 926
13. Dennis Schön. The relevance of Discounted Cash Flow (DCF) and Economic Value Added (EVA) for the valuation of banks. August 6, 2007
14. Global Data Center Market 2019-2023 by Market reports world. **URL:** <https://www.marketreportsworld.com/global-data-center-market-13741004>  **(дата обращения 15.03.2020)**
15. Insperity, “Preparing for a merger or acquisition: Here’s what you can’t ignore.” **URL:** https://www.insperity.com/blog/preparing-for-a-merger-or-acquisition-heres-what-you-cant-afford-to-ignore/ **(дата обращения 24.04.2020)**
16. J.P. Morgan’s M&A team, Global M&A Outlook “Unlocking value in a dynamic market”, January 2019
17. Rappaport A. (1986). Creating Shareholder Value: The New Standard for Business Performance. Free Press: N.Y.
18. Savita Subrammanian, Richard Bernestein. Quantitative Viewpoint. 27 January 2003
19. Shareholder Value Metrics. (1996). Shareholder Value Management Series. Booklet 1. Boston Consulting Group.
20. Stewart B. (1999). The Quest for Value: A Guide for Senior Managers. Harper Business: N.Y.

1. Коупленд Том, Коллер Тим, Муррин Джек. Стоимость компаний: оценка и управление. Перевод с англ. – М.: ЗАО «Олимп-Бизнес», 2001. [↑](#footnote-ref-1)
2. Ивашковская И.В. Управление стоимостью компании: вызовы российскому менеджменту // Российский журнал менеджмента. 2004. № 4. [↑](#footnote-ref-2)
3. Блэк Э. (под ред.). Вопросы стоимости. Овладейте новейшими приемами управления, инвестирования и регулирования, основанными на стоимости компании. Олимп-Бизнес, 2009. [↑](#footnote-ref-3)
4. Фадейкина Н.В. Методические подходы к оценке эффективности сделок слияния и поглощения в условиях стратегического управления стоимостью бизнеса // Финансы. Банки. Учёт. Анализ. – 2014. - №6 [↑](#footnote-ref-4)
5. Хитчнер Дж.Р. Три подхода к оценке стоимости бизнеса. М.: Маросейка, 2008. 304 с. [↑](#footnote-ref-5)
6. **Amy Cole. (2019). Top 10 Strategic Value Drivers. URL:** <https://www.masource.org/top-10-strategic-value-drivers/> **(дата обращения 10.12.2019)** [↑](#footnote-ref-6)
7. Ермолов, М.Г. Модель программы проведения сделки слияния и поглощения в банковской сфере // Вестник АГТУ. Сер.: Экономика. – 2014. - №4 [↑](#footnote-ref-7)
8. Блэк Э. (под ред.). Вопросы стоимости. Овладейте новейшими приемами управления, инвестирования и регулирования, основанными на стоимости компании. Олимп-Бизнес, 2009. [↑](#footnote-ref-8)
9. Stewart B. (1999). The Quest for Value: A Guide for Senior Managers. Harper Business: N.Y. [↑](#footnote-ref-9)
10. Rappaport A. (1986). Creating Shareholder Value: The New Standard for Business Performance. Free Press: N.Y. [↑](#footnote-ref-10)
11. Степанов Д. Value-Based Management и показатели стоимости. URL: <http://www.cfin.ru/management/finance/value-based_management.shtml> (дата обращения 15.11.2019) [↑](#footnote-ref-11)
12. Shareholder Value Metrics. (1996). Shareholder Value Management Series. Booklet 1. Boston Consulting Group. [↑](#footnote-ref-12)
13. Ashley B. Hyotte, Vice President, Institutional Portfolio Manager RBC Global Asset Management. The Merits of CFROI. 2016 [↑](#footnote-ref-13)
14. Savita Subrammanian, Richard Bernestein. Quantitative Viewpoint. 27 January 2003 [↑](#footnote-ref-14)
15. Миникеев, Р. Сравнительный анализ индикаторов прироста стоимости компании как инструментов управления, ориентированного на стоимость // Ресурсы информация снабжение конкуренция, 2/2015 [↑](#footnote-ref-15)
16. Dennis Schön. The relevance of Discounted Cash Flow (DCF) and Economic Value Added (EVA) for the valuation of banks. August 6, 2007 [↑](#footnote-ref-16)
17. Григорьев М. С. Совершенствование системы оценки эффективности сделок с активами между российскими и зарубежными нефтегазовыми компаниями // Молодой ученый. — 2011. — №8. Т.1. — С. 124-130. — URL https://moluch.ru/archive/31/3545/ (дата обращения: 26.03.2020). [↑](#footnote-ref-17)
18. Baker & McKenzie, Post-Acquisition Integration Handbook “Closing the deal is just the beginning” , 2017 [↑](#footnote-ref-18)
19. Global Data Center Market 2019-2023 by Market reports world. URL:<https://www.marketreportsworld.com/global-data-center-market-13741004> (дата обращения 15.03.2020) [↑](#footnote-ref-19)