

10.18. СИСТЕМАТИЗАЦИЯ ПОДХОДОВ К ОЦЕНКЕ СЛИЯНИЙ И ПОГЛОЩЕНИЙ

Федорова Е.А., д.э.н., доцент кафедры
«Финансовый менеджмент»;
Изотова Е.И., аспирант кафедры
«Финансовый менеджмент»

*Финансовый университет при правительстве РФ,
г. Москва*

В статье рассматриваются теоретические и методологические аспекты классификации и оценки эффективности сделок слияния и поглощения. Авторы систематизируют классификацию синергетического эффекта, получаемого в результате сделок, а также перспективные и ретроспективные подходы к оценке эффективности слияний и поглощений. Анализируются плюсы и минусы каждого из методов. В статье представлен обзор литературы по данной теме, в основном зарубежных источников.

В настоящее время эффективность деятельности организации зависит, прежде всего, от принятия своевременных и экономически целесообразных управленческих решений, требующих определенных компетенций. Выбирая наиболее эффективный путь развития бизнеса, его владельцы часто отдают предпочтение стратегии внешнего развития в форме слияний и поглощений. Сделки слияния и поглощения позволяют компании динамично развиваться и увеличить объем рынка. Несмотря на то, что эти сделки часто связаны с громкими скандалами, большими рисками, значительными финансовыми затратами, они обладают неоспоримыми преимуществами, позволяющими компаниям достигать поставленных целей.

В современном корпоративном менеджменте можно выделить множество разнообразных типов слияния и поглощения компаний. Выбор типа слияний и поглощений зависит от ситуации на рынке, а также от стратегии деятельности компаний и ресурсов, которыми они располагают [1]. Классификация же слияний и поглощений нам представляется весьма важным фактором, влияющим на эффективность сделок, и в дальнейшем мы проанализируем, как тот или иной тип сделки влияет на стоимость компании.

В зависимости от страны местонахождения компании-цели выделяют национальные и транснациональные слияния и поглощения. Также в зависимости от отношения менеджмента компаний к сделке по слиянию и поглощению компании выделяют дружественные и враждебные сделки. По характеру интеграции сделки слияния и поглощения делятся таким образом.

1. Горизонтальные, т.е. объединение компаний-конкурентов, оперирующих в одной отрасли и производящих один и тот же продукт. Горизонтальные сделки являются самыми простыми для планирования. Их преимущества заключаются в организационных факторах, управлении операциями и эффекте масштаба. Однако при этом они уязвимы для антимонопольного законодательства [5].
2. Вертикальные, т.е. объединение с компанией – поставщиком или потребителем. Такие типы сделок характерны прежде всего для горнодобывающих, металлургических и машиностроительных компаний.
3. Конгломератные, т.е. объединение компаний различных отраслей без наличия производственной общности.

Слияния и поглощения могут быть как производственными, объединяющими производственные мощности

двух или нескольких компаний с целью получения операционного синергетического эффекта (о нем мы расскажем позднее) и чисто финансовые слияния, проводимые в целях централизации финансовой политики, способствующей усилению позиций на рынке ценных бумаг, в финансировании инновационных проектов [4].

Кроме того, в зависимости от источников финансирования и организаторов сделки делятся на сделки выкупа с рычагом (leverage buy-out, **LBO**), т.е. со значительным объемом заемного капитала в качестве источника финансирования; сделки выкупа управляющими (management buy-out, **MBO**), если выкуп компании производится ее высшим руководством; сделки выкупа сотрудниками (employee buy out, **EBO**).

В некоторых исследованиях под сделками слияния и поглощения подразумевают так же и выделение бизнеса, а именно отпочковывание (spin-off), т.е. создание из имеющегося подразделения компании отдельного юридического лица, и продажу (divestiture) отдельных подразделений третьему лицу. Мотивы таких сделок предельно ясны. В основном они проводятся с целью повышения эффективности бизнеса, например, если в компании есть убыточное подразделение, занимающееся неосновным видом деятельности. Выделение подобного бизнеса позволяет сконцентрироваться на основном виде деятельности, а его продажа может обеспечить приток необходимых денежных средств. К сделкам слияния и поглощения можно отнести также и изменение структуры собственности, т.е. превращение открытого акционерного общества в закрытое или в партнерство.

Что касается мотивов сделок слияний и поглощений, то они довольно разнообразны. Целью подобных сделок может быть диверсификация бизнеса в условиях нестабильной макроэкономической ситуации, реализация стратегии фирмы, покупка недооцененных компаний, переоценка акций компании-цели при поступлении предложения о покупке или перераспределение доходов.

Однако практически все сделки имеют своей целью создание стоимости, которые в основном создается в результате так называемого синергетического эффекта, которому уделяется особое внимание в многочисленных исследованиях. В общем и целом синергетический эффект означает, что при взаимодействии нескольких факторов, результат их взаимодействия превышает суммарный результат, который был бы получен от этих факторов по отдельности. Это явление можно объяснить следующим уравнением: $2 + 2 = 5$.

Синергетический эффект изучали многие известные ученые. Так, например, А. Дамодаран определяет синергию как потенциальную дополнительную стоимость, появляющуюся в результате объединения двух фирм [2]. Синергетический эффект проявляется в различных формах, которые и являются мотивами слияний и поглощений. Как мы видим на рис. 1, в настоящее время некоторые исследователи разделяют синергию на операционную, инвестиционную и финансовую [7].

Источниками операционной синергии являются рост выручки или сокращение операционных затрат. Примером синергии, создаваемой за счет роста выручки, может служить слияние компании, производящей качественный продукт, но не имеющей соответствующих каналов продаж, с компанией, обладающей хорошей системой сбыта. По мнению некоторых ученых, сокращение расходов является более надежным источником

синергетического эффекта, поскольку вероятность наступления событий, приводящих к снижению затрат, выше, чем событий, ведущих к росту доходов [11].

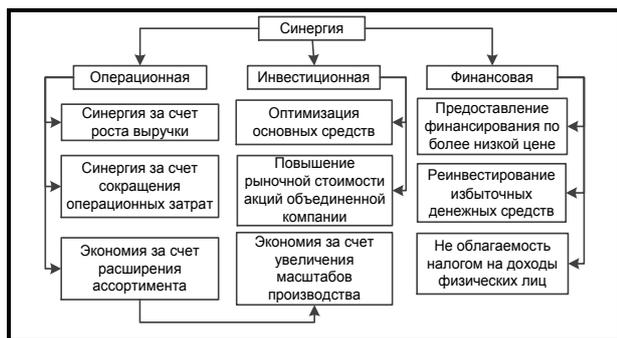


Рис. 1. Классификация синергии

Источниками операционной синергии являются рост выручки или сокращение операционных затрат. Примером синергии, создаваемой за счет роста выручки, может служить слияние компании, производящей качественный продукт, но не имеющей соответствующих каналов продаж, с компанией, обладающей хорошей системой сбыта. По мнению некоторых ученых, сокращение расходов является более надежным источником синергетического эффекта, поскольку вероятность наступления событий, приводящих к снижению затрат, выше, чем событий, ведущих к росту доходов [11].

Синергия за счет сокращения затрат создается путем экономии за счет расширения ассортимента или экономии, обусловленной ростом масштаба производства. Экономия за счет масштаба заключается в сокращении удельных переменных затрат на производство продукции при увеличении объемов производства. Этот тип особенно подходит капиталоемким производствам. При производстве с высокими постоянными затратами в случае увеличения объема производства средние затраты значительно снижаются. Экономия за счет расширения ассортимента реализуется в результате способности компании использовать те же ресурсы для производства более широкого круга продуктов. Этому виду экономии часто уделяют существенное внимание при сделках в банковском секторе [11]. Существует ряд исследований, которые показывают что вертикальные и горизонтальные слияния и поглощения, в основе которых лежит операционная синергия, генерируют положительный эффект объединенной компании [18].

Инвестиционная синергия возникает в ходе оптимизации фонда основных средств (например, продажи части основных средств). Что касается котируемых компаний, инвестиционная синергия возникает в результате превышения рыночной стоимости акций объединенной компании над стоимостью акций независимых компаний, участвующих в сделке [7].

По мнению некоторых ученых, еще одним видом является финансовая синергия. Считается, что компания, созданная в результате слияния или поглощения, является менее рискованной для владельцев капитала, если денежные потоки двух компаний до слияния полностью не совпадают. В связи с этим сокращается риск утраты платежеспособности и банкротства [12], что побуждает владельцев капитала предоставлять его компании в большем объеме по более низкой [11].

В результате снижения средневзвешенных затрат на капитал возрастает инвестиционная стоимость компании из-за использования более низкой ставки дисконтирования.

Кроме того, сделки слияния и поглощения позволяют эффективно реинвестировать избыточные денежные средства покупателя или цели. Более того, наличие избыточных денежных средств компании может служить сигналом для совершения сделки слияния или поглощения [12]. Тем не менее, влияние данного фактора ограничено.

Еще одним фактором, который может повлиять на финансовую синергию, является подоходное налогообложение физических лиц. Реинвестирование прибыли приводит к росту рыночной капитализации и не сопровождается обязательным налогообложением получаемых доходов для владельцев капитала. Внешний рост позволяет выбирать вариант получения отдачи от владения компанией: через рост рыночной капитализации или через дивидендные выплаты с прогрессивным налогообложением [7].

Несмотря на то, что синергетический эффект является целью практически всех сделок слияния и поглощения, довольно часто компании преувеличивают величину ожидаемой синергии. Считается, что в 80% сделок по слиянию и поглощению не достигается синергетический эффект, который от них ожидался, и в более чем 50% случаев сделка не оправдывает затрат, понесенных во время ее осуществления. Т.е. в половине случаев эффект от сделки оценивается как негативный [15].

Существует несколько теорий, которые объясняют такой негативный результат. Среди них можно отметить теорию проклятия победителя [3], согласно которой при проведении тендера на актив, стоимость которого сложно оценить, тендер выигрывает покупатель, предложивший самую высокую цену. В этом случае покупатель обычно значительно переплачивает за актив по сравнению со справедливой стоимостью. Помимо вышеупомянутой теории, существует также теория гордыни [17], которая утверждает, что менеджеры, уверенные в своих управленческих компетенциях, переплачивают часто за активы из-за излишне оптимистичной оценки перспектив сделки. Еще одна теория, связанная с поведением менеджмента, это теория агентских издержек [13], в соответствии с которой топ-менеджмент является агентам, которым принципалы-акционеры делегируют принятие управленческих решений и которые должны действовать в интересах последних. Тем не менее, в действительности менеджеры руководствуются личными мотивами, а не целью максимизации благосостояния акционеров.

Модели по оценке эффективности сделок слияний и поглощений, т.е. синергетического эффекта, довольно многочисленны. Их можно разделить на перспективные (оценка до проведения сделки, которая является одним из важнейших этапов подготовки и проведения сделки) и ретроспективные (оценка эффективности после сделки). Первый тип нацелен на прогнозирование будущих выгод от сделки. Обычно такую оценку проводят консалтинговые компании и инвестиционные банки в целях консультирования своих клиентов по вопросам приобретения других компаний и активов. Второй тип используется для оценки предприятия по прошествии некоторого времени после объединения.

Методы первого типа можно разделить на три группы.

1. Доходные.
2. Сравнительные.
3. Затратные.

Доходный подход заключается в определении стоимости объектов (независимых компаний и объединенной компании) как суммы текущих стоимостей ожидаемых потоков доходов генерируемых оцениваемыми объектами. В рамках этого метода прогнозируются основные показатели бухгалтерского баланса и отчета о прибылях и убытках с учетом новостей отрасли, страновых особенностей и прогноза поведения потребителей. Затем прогнозируются денежные потоки от текущей операционной, инвестиционной и финансовой деятельности.

Стоимость фирмы определяется как сумма ожидаемых денежных потоков (начиная с момента оценки и до окончания срока жизни актива), скорректированная на $1+WACC$:

$$V_m = \sum_{n=1}^n \frac{CF_n}{(1+R)^n} + PVTV \quad (1)$$

где:

n – срок жизни актива;

CF – ожидаемые денежные потоки;

$PVTV$ – дисконтированная терминальная стоимость (формулу см. ниже);

R – ставка дисконтирования. Часто за нее берут средневзвешенную стоимость капитала (weighted average cost of capital, $WACC$):

$$WACC = re * (E/V) + rd * (1-t) * (D/V), \quad (2)$$

где:

re, rd – ожидаемая доходность от собственного и заемного капитала соответственно;

$E/V, D/V$ – доля собственного и заемного капитала.

$$PVTV = \frac{CF_n(1+g)}{R-g} \times \frac{1}{(1+R)^n}, \quad (3)$$

где:

g – темп роста компании на постпрогнозный период.

Синергетический эффект в данном случае считается как сравнение стоимости компании до слияния и стоимости объединенной компании с учетом затрат на проведение процедуры интеграции, корректировкой на изменение в продажах, клиентуре, персонале и так далее:

$$\Delta V = V_{synergy} = \sum \Delta FCFF / (1 + WACC), \quad (4)$$

где:

$$\Delta FCFF = \Delta S - \Delta C - \Delta T - \Delta NWC - \Delta Capex + \Delta Debt,$$

где

$\Delta FCFF$ (free cash flow to equity) – поток денежных средств для акционеров;

ΔS (sales) – прирост выручки;

ΔC (costs) – экономия на расходах;

ΔT (tax) – экономия на налоге на прибыль;

ΔNWC (net working capital) – экономия на инвестициях в оборотный капитал;

$\Delta Capex$ (capital expenditure) – экономия на капиталовложениях;

$\Delta Debt$ – изменение чистого долга (с учетом финансовой синергии).

Метод дисконтированных денежных потоков имеет преимущества по сравнению с другими классическими методами, так как учитывает потенциал фирмы, оценивает ее будущее функционирование. Однако дан-

ный метод имеет и свои недостатки, в частности неточности прогнозов и нестабильность макроэкономики.

Как мы и говорили выше, еще одним широко используемым способом оценки компаний и сделок является сравнительный подход. Он подразумевает отбор компаний-аналогов и оценку бизнеса и схожих сделок при анализе слияний и поглощений. Анализ основан на бухгалтерских показателях и мультипликаторах, таких, например, как $EV / Sales, EV / EBITDA, P / E$. Главное достоинство данного метода – это быстрота и относительная простота проведения, однако следует отметить, что результаты данного метода достаточно приблизительны, так как все сделки обладают собственными особенностями и нельзя подобрать две абсолютно идентичные.

Третий метод, затратный, заключается в оценке затрат на восстановление активов или их замещение при устаревании. В основе метода лежит принцип замещения, то есть метод подразумевает определение стоимости активов замещения (основных средств, нематериальных активов, финансовых вложений, дебиторской задолженности и товарно-материальных запасов и других активов). После переоценки активов и расходов будущих периодов, высчитывается собственный капитал (метод чистых активов). Кроме того, может использоваться метод ликвидационной стоимости. Основным недостатком затратных методов является то, что они не учитывают синергетический эффект, поэтому совершенно не подходят для оценки сделок слияния и поглощения. Теперь перейдем к рассмотрению ретроспективных моделей, представленных в табл. 1. Среди ретроспективных подходов выделяют четыре подхода к оценке эффективности слияний и поглощений [8].

Естественно, все данные исследования имеют свои достоинства и недостатки. Так, например, среди преимуществ анализа конкретных сделок можно отметить объективность и глубину анализа конкретной сделки. Кроме того, данный метод очень продуктивен тем, что детальное изучение вопроса может открыть новые, ранее не изучаемые аспекты проблемы [7]. Тем не менее, данный метод совершенно не подходит для тестирования гипотез из-за маленькой выборки и неспособности исследователя получить результаты значимые для широкого круга сделок.

Главное достоинство опросов менеджеров заключается в возможности проанализировать инсайдерскую информацию, влияющую на создание стоимости. Недостатком может стать тот факт, что менеджеры зачастую не являются акционерами компаний, и поэтому нельзя оценить эффективность с точки зрения акционера. Кроме того, процент вовлеченности менеджеров в такие исследования довольно низкий (2-10%) [8].

Что касается анализа финансовой отчетности, несомненным достоинством метода является достоверность. Финансовая отчетность, как правило, аудирована, на данные можно положиться. Кроме того, этот метод широко используется инвесторами при оценке эффективности компаний. Среди недостатков можно отметить потенциальную непоставимость данных за различные года (компании могут менять свою учетную политику), пренебрежение нематериальными активами, влияние инфляции и дефляции, потенциальное искажение данных компаниями, различия в учетных политиках различных компаний, различия в стандартах составления финансовых

РЕТРОСПЕКТИВНЫЕ ПОДХОДЫ К ОЦЕНКЕ ЭФФЕКТИВНОСТИ СЛИЯНИЙ И ПОГЛОЩЕНИЙ

Подходы	Характеристика	Представитель
Метод избыточной доходности	Данный метод строится исходя из предположения, что объявление о слиянии или поглощении побуждает инвесторов пересматривать свои ожидания относительно перспектив участвующей в M&A компании, вследствие чего происходит изменение цен акций. Оценка эффективности проводится на основе расчета CAR , так называемой кумулятивной избыточной доходности, т.е. отклонения доходности акций анализируемой компании от «нормальной» доходности (далее данное понятие будет рассмотрено более подробно)	Donker [10], Хусаинов [6]
Анализ финансовой отчетности	Данный метод анализирует финансовую отчетность компании-покупателя до и после сделки, оценивая, как изменились финансовые показатели в результате сделки. Анализируется широкий круг показателей, как например, чистая прибыль, ROE, ROA, ESP , долговая нагрузка, ликвидность и т.д. Как правило, показатели анализируемой компании сравниваются с показателями аналогичных компаний той же отрасли и размера, не проводившие сделок слияния и поглощения	Ravenscraft, Scherer [16]
Опросы менеджеров	Подход анализирует результаты опросов менеджеров, касающихся эффективности сделки. Как правило, выводы, полученные из стандартизованных вопросников, обобщаются на всю выборку	Hitt, Tyler [33]
Анализ конкретных сделок	Данные работы фокусируются на детальном анализе одной сделки или их ограниченной выборки. В качестве базы анализа используются подробные опросы менеджеров и аналитиков, внутренних и публичных документов по сделке, статей в прессе и т.д.	Clerc [9]

Несмотря на то, что анализ финансовой отчетности часто используют сами инвесторы при оценке той или иной компании, в большинстве исследований слияния и поглощения анализируются с помощью метода избыточной доходности, в основном потому, что этот метод напрямую измеряет стоимость, создаваемую для акционера. Кроме того, некоторые исследователи считают, что биржевые цены отражают стоимость будущих денежных потоков, которые создает компания [8]. Тем не менее, и у данного метода есть свои ограничения. Например, в его основе лежат существенные допущения, касающиеся фондового рынка. Основной предпосылкой является рациональность инвесторов, их способность правильно оценивать будущие денежные потоки образованной в результате M&A компании. Кроме того, предполагается высокая развитость и эффективность фондового рынка. В реальности ситуация выглядит несколько иначе: рациональность инвесторов ограничена, информация о сделке инвесторы получают в разное время, зачастую не в полном объеме и т.д. Кроме того, реакция рынка может быть обусловлена и какими-либо другими значимыми корпоративными или макроэкономическими событиями.

Таким образом, при использовании данного метода необходимо обеспечить отсутствие в исследуемом периоде событий, способных поменять предпочтения инвесторов, и неожиданность новости о слиянии и поглощении. Часто последний фактор нивелируется за счет расширения анализируемого периода с целью учета распространения новостей и слухов о потенциальной сделке. Тем не менее, исследователи отмечают, что, несмотря на вышеупомянутые ограничения, направление эффекта от сделки будет корректно отражаться рынком, то есть сделки, создающие стоимость, будут показывать положительную, хотя и меньшую, избыточную доходность [14].

В качестве «нормальной» доходности ценных бумаг исследователи могут использовать модель оценки ка-

питальных активов (*capital asset pricing model, CAPM*) для расчета «нормальной» доходности ценных бумаг анализируемой компании [10], доходности сходных по рисковому параметрам инструментов (как правило, доходности рыночного индекса [6] или доходности портфеля акций сопоставимых компаний за определенный период. Подобные исследования, как правило, доказывают, что рынок с помощью доходности акций довольно точно предсказывает целесообразность сделки.

В настоящее время в условиях жесткой конкурентной борьбы и постоянно изменяющейся рыночной конъюнктуры компаниям часто приходится прибегать к стратегиям внешнего роста. В результате этого сделки по слиянию и поглощению стали одним из основных инструментов развития компании и рынка в целом. Сделки слияния и поглощения позволяют укрепить свои позиции на рынке, диверсифицировать бизнес, выйти на новые рынки сбыта продукции и в новые регионы для размещения производственных мощностей.

Литература

1. Владимирова И.Г. Слияния и поглощения компаний [Текст] / И.Г. Владимирова // Менеджмент в России и за рубежом. – 1999. – №1.
2. Дамодаран А. Инвестиционная оценка. Инструменты и техника оценки любых активов [Текст] / А. Дамодаран ; пер. с англ. – М. : Альпина Бизнес Букс, 2004. – 929 с.
3. Кристофферсон С. и др. «Проклятие победителя»: ошибки слияний [Текст] / С. Кристофферсон, Р. Макниш, Д. Сиас // The McKinsey Quarterly. – 2004. – №2.
4. Лысенко Д.В. Анализ эффективности слияний и поглощений [Текст] / Д.В. Лысенко // Аудит и финансовый анализ. – 2008. – №4. – С. 237-254.
5. Маршак А. Слияния и поглощения для реструктуризации и повышения прибыльности бизнеса [Электронный ресурс] / А. Маршак // Мат-лы выступления на конф. «Эффективные слияния и поглощения: вопросы инвестиций и управления» : Москва, Мариотт Гранд отель, 19 июня 2001 г. URL: http://old.e-xecutive.ru/publications/analysis/article_936/ (дата обращения 17 июня 2014 г.).

6. Хусаинов З.И. Оценка эффективности сделок слияний и поглощений: интегрированная методика [Текст] / З.И. Хусаинов // Корпоративные финансы. – 2008. – Вып. №1. – С. 12-33.
7. Шаленкова О. Методика количественной оценки синергетического эффекта как ключевого фактора в принятии решения о проведении сделок M&A [Текст] / О. Шаленкова // Слияния и поглощения. – 2008. – №1-2.
8. Bruner R.F. Does M&A pay? A survey of evidence for the decision maker // J. Appl. Finan. 2002. V. 12. Pp. 48-69.
9. Clerc P.: Managing the cultural issue of merger and acquisition. The Renault-Nissan case // International business master thesis № 1999:32, Graduate Business School, School of Economics and Commercial Law, Göteborg University. Göteborg.
10. Donker H. Purchasing reserves and commodity market timing as takeover motives in the oil and gas industry // Energy economics. 2013. Vol. 37. Pp. 167-181.
11. Gaughan P.A. Mergers, acquisitions, and corporate restructurings. Fourth edition. John Wiley & Sons, Inc. Hoboken, New Jersey. 2007.
12. Halpern P. Corporate acquisitions: a theory of special cases? A review of event studies applied to acquisitions // The journal of finance. 1982. Vol. 38 ; №2. Pp. 297-317.
13. Jensen M.C., Meckling W.H. Theory of the firm: managerial behaviour, agency costs and ownership structure // Journal of financial economics. 1976. Vol. 3 ; №4. Pp. 305-360.
14. Kaplan N. Mergers and acquisitions: a financial economics perspective // Paper prepared for the antitrust modernization commission economist's roundtable on merger enforcement. 2006. January 19. URL: http://govinfo.library.unt.edu/amc/commission_hearings/pdf/kaplan_statement.pdf.
15. Mehros nida dilshad profitability analysis of mergers and acquisitions: an event study approach // Business and economic research. 2013. Vol. 3 ; №1.
16. Ravenscraft D.J., Scherer F.M. Mergers, sell-offs and economic efficiency. The Brookings Institution. Washington DC. 1987.
17. Rau P.R., Vermaelen Th. Glamour, value and the post-acquisition performance of acquiring firms // Journal of financial economics. 1998. Vol. 49 ; №2. Pp. 223-253.
18. Sharur H. Industry structure and horizontal takeovers: analysis of wealth effects on rivals, suppliers and corporate customers // Journal of financial economics. 2005. Vol. 76 ; №1. Pp. 61-98.

Ключевые слова

Слияния; поглощения; классификация; синергия; синергетический эффект; эффективность; кумулятивная избыточная доходность; CAR; перспективные методы; ретроспективные методы

Федорова Елена Анатольевна

Изотова Елена Ивановна

РЕЦЕНЗИЯ

Актуальность статьи обусловлена стремлением большинства собственников и менеджеров российских организаций к расширению своего бизнеса. Довольно часто российские предприятия выбирают стратегию роста за счет покупки других компаний и активов. Основной целью подобных сделок является получение синергетического эффекта от сделки. В связи с этим достаточно важной представляется классификация данного эффекта и систематизация подходов к его оценке

В статье освещены основные аспекты оценки эффективности сделок слияния и поглощения. Приведен обзор российских и зарубежных исследований по данной теме. Описаны и проанализированы различные подходы к оценке слияний и поглощений: как перспективные, так и ретроспективные. Практическая значимость представленной работы заключается в том, что методы, описанные в данной статье, позволяют спрогнозировать эффективность сделок и выработать правильную стратегию внешнего роста.

Лукаевич И.Я., д.э.н., зав. кафедрой «Финансовый менеджмент» Финансового университета при Правительстве РФ.